

TARTU ÜLIKOOL

ÕIGUSTEADUSKOND

Äriõiguse ja intellektuaalse omandi õppetool

Kaupo Kask

**Ülevõtmispakkumisega seotud probleeme – juhtkonna  
neutraalsuse põhimõtte ja audiitori sõltumatus**

Magistritöö

Juhendaja Dr. Iur. Andres Vutt

Tartu 2013

## Sisukord

Sissejuhatus .....	3
1. Juhtkonna neutraalsuse põhimõte .....	7
1.1 Juhtkonna neutraalsuse põhimõtte alused.....	7
1.2 Ülevõtmispakkumise vastuvõtmise tähtaeg .....	10
1.3 Vastastikkuse põhimõte .....	14
1.3.1 Vastastikkuse põhimõtte alused.....	14
1.3.2 Vastastikkuse põhimõtte vajalikkus .....	17
1.3.3 Vastastikkuse põhimõtte rakendamine Euroopas .....	19
1.4 Juhtkonna neutraalsuse ja vastastikkuse põhimõtte võimalikud kohaldamisviisid .....	22
1.5 Mõiste “kooskõlastatult tegutsevad isikud” ja selle mõju ülevõtmisele.....	28
2. Audiitori roll ülevõtmispakkumisel.....	32
2.1 Audiitori töö aluspõhimõtted.....	32
2.2 Audiitori sõltumatus .....	35
2.2 Audiitori sõltumatust suurendavad lahendused .....	46
2.2.1 Auditikomitee .....	46
2.2.2 Audiitorteenuse tasu piirmäärade kehtestamine .....	48
2.2.3 Kohustuslik audiitori rotatsioon .....	49
Kokkuvõte .....	53
Summary.....	60
Kasutatud allikad .....	65
Kasutatud lühendid .....	69

## Sissejuhatus

Viimasel kahel aastakümnel on ühinemiste ja omandamiste turg Euroopa Liidus tugevalt kasvanud. Suurenemist on märgata nii ülevõtmiste ja omandamiste arvus kui ka nende mahus. Üha enam on sõbralike ülevõtmiste kõrval hakanud esinema ka vaenulikke ülevõtmisi, mille käigus võivad kannatajateks olla peale äriühingu kui terviku ka aktsionärid, kes sageli ei suuda üksi oma positsioonide eest äriühingus võidelda. Erinevad Euroopa Liidu tasandil vastu võetud õigusaktid on lähtuvalt oma paindlikkusest viinud olukorrani, kus riiklikud õiguskorrad rakendavad EL-i poolt sätestatud regulatsioone erinevalt ja selle läbi raskendavad Euroopa ühise ülevõtmisturu arengut. Regulatsioonide rakendamise puudujääke esineb nii siseriiklikul kui ka Euroopa Liidu tasandil, mis ei võimalda sageli paljudel äriühingutel oma eesmäärke saavutada.

Ka Eesti õiguses on mitmeid kitsaskohti, mis ei võimalda aktsionäridele tagada piisavat kaitset teiste äriühingute ülevõtmispakkumiste eest. Eelkõige peetakse siinkohal silmas just piiriüleseid vaenulikke ülevõtmispakkumisi, mis võivad lähtuvalt liikmesriikide seadusandluste erinevustest osutada kohalikele ühingutele eriti ohtlikeks. Autor on arvamusel, et seadusandja on ülevõtmispakkumisi reguleerivate sätete vastuvõtmisel jätnud tähelepanuta mitmed olulised Eesti äriühingutele iseloomulikud tunnused, mille tulemusel on enamus neist avatud sõbralike ülevõtmispakkumiste kõrval ka vaenulike ja sageli ühingu väärtust vähendavatele ülevõtmistele.

Hetkel on autorile jäänud mulje, et ülevõtmisi puudutavad sätted on vastu võetud ilma nende omavahelisi seoseid nägemata. Eraldi võetuna ei pruugi probleemid küll nii selgelt esile tõusta, kuid seda raskemad võivad olla nende tagajärjed. Näiteks ei ole seadusandja ülevõtmispakkumiste vastuvõtmise tähtaja miinimummäära kehtestamisel arvestanud Eesti äriühingute aktsiakapitali hajutatusega, mille tulemusel ei pruugi juhtkond ja aktsionärid suuta ära hoida väärtust vähendavaid ülevõtmisi. Lisaks sellele ei ole ära kasutatud mitmeid EL-i tasandil vastu võetud õigusaktidest tulenevaid ülevõtmispakkumise nurjamise võimalusi, mis võimaldaksid kiirendada kaitsemeetmete kasutusele võtmist olukordades, kus ülevõtjale kohalduvad regulatsioonid on sihtemitendi kodukoha seadusandlusega võrreldes tunduvalt soodsamad.

Ülevõtmispakkumisi puudutavate sätete vastu võtmisel on samuti jäetud tähelepanuta ka mitmed esmapilgul vähem tähtsust omavad regulatsiooni punktid, mis oma olemusest lähtuvalt peaks tagama aktsionäride kindlustunde ülevõtmispakkumistega silmitsi seistes.

Siinkohal peetakse silmas eelkõige mõiste „kooskõlastatult tegutsevad isikud“ puudulikku defineerimist ja väikeaktsionäridele *squeeze-out* olukorras õiglase hüvitise tagamist. Viimase puhul tekitab ebakindlust äriseadustiku<sup>1</sup> § 363<sup>4</sup> lg-st 3 tulenev põhiaktsionäri õigus määrata ülevõtmisaruanne kontrolliv audiitor, mis võib esiteks suurendada pingeid põhiaktsionäri ja väikeaktsionäride vahel ja samas ka soodustada poolte vaheliste vaidluste teket. Selleks, et edendada Eesti äriühingute konkurentsivõimet tuleks kõigepealt tagada neile teiste liikmesriikide äriühingutega võrdsed võimalused siseriiklikul tasandil ja alles siis on võimalik rääkida ülevõtmisturu ühtsusest Euroopa Liidus.

Töö hüpoteesiks on, et Eesti kehtivas õiguses on ülevõtmispakkumiste reeglid vastuolulised ning juhtkonna neutraalsuse ja audiitori sõltumatuse põhimõte ei ole ülevõtmispakkumistel piisavalt tagatud. Euroopa Liidu seadusandluse ühtlustamise raames on oluline, et Eesti äriühingud ei jääks võrreldes teiste riikide äriühingutega kehvemasse seisu ja et me suudaksime edukalt konkureerida mitte ainult liiduväliste vaid ka teiste liikmesriikide äriühingutega. Sellest lähtuvalt on töö eesmärgiks uurida, kuidas on Eesti siseriiklikus õiguses reguleeritud aktsiate ülevõtmine enamusaktsionäri poolt ja seda võrrelda teiste liikmesriikide seadusandlustega.

Samuti tuuakse töös välja Eesti ülevõtmispakkumisi puudutavate sätete puudujäägid. Selleks analüüsib autor Euroopa Parlamendi ja Nõukogu direktiivi 2004/25/EÜ<sup>2</sup>, mis oli 2007. aastal väärtpaberituruseaduse muudatuste aluseks, ja üritab välja pakkuda võimalikke lahendusi, mis tagaksid ülevõtmispakkumise läbipaistvuse ja aktsionäride huvide kaitse. Eelkõige keskendutakse töös juhatuse neutraalsuse põhimõtet reguleerivatele sätetele, audiitori sõltumatusele ja analüüsitakse nende mõju ülevõtmispakkumistele. Autori arvates on Eesti siseriiklikud sätted, mis reguleerivad ülevõtmispakkumisi, jätnud Eesti äriühingud piiriüleste ülevõtmispakkumiste suhtes ebamõistlikult avatuks ja sellest lähtuvalt on vajalik ülevõtmisi puudutavad sätted uuesti üle vaadata.

Esimeseks oluliseks töös käsitletavaks probleemiks on juhatuse neutraalsuse põhimõte. Nimelt on Euroopa ülevõtmispakkumiste direktiiv 2004/25/EÜ jätnud liikmesriikidele erinevaid valikuvõimalusi, kuidas ja kui suurel määral direktiivis sätestatud siseriiklikku

---

<sup>1</sup> Äriseadustik. RT I 1995, 26, 355 ja RT I, 18.12.2012, 8

<sup>2</sup> Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on takeover bids.

Kättesaadav internetis: [http://eur-](http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2004:142:0012:0023:EN:PDF)

[lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2004:142:0012:0023:EN:PDF](http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2004:142:0012:0023:EN:PDF)

õigusesse üle võtta. Eesti on selles osas näidanud üles positiivset eeskuju ja võimalikest valikuvõimalustest üle võtnud kõige liberaalsemad ja Euroopa ühisturgu elavdavamad direktiivi sätted. Põhiliseks probleemiks siinkohal on asjaolu, et enamuse liikmesriikidest ei ole kahjuks sama teed läinud vaid on kasutanud võimalikke protektsionistlikke lahendusi, mida direktiivi järgi on võimalik kasutada. Sellega seoses on Eesti jäänud Euroopa siseselt suhteliselt avatuks piiriüleste ülevõtmispakkumiste suhtes. Samuti võib Eesti siseriiklikus õiguses leida sätteid, mis ei võimalda õigeaegselt kasutusele võtta kaitsemeetmeid, mis võimaldaksid ülevõtmispakkumisi nurjata. Sellest lähtuvalt tekib küsitavus, kui hästi oli ülevõtmispakkumiste direktiivi ülevõtmine üldse läbi mõeldud.

Töö esimeses osas keskendutakse erinevatele võimalikele juhtkonna neutraalsuse põhimõtte ülevõtmise viisidele ja üritatakse välja pakkuda Eestile sobivaimat lahendust. Samuti analüüsitakse esimeses peatükis täpsemalt ülevõtmispakkumise tähtsaja piirmäärasid, vastastikkuse põhimõtte rakendamise positiivseid ja negatiivseid külgi ja „kooskõlastatult tegutsevate isikute“ mõiste tõlgendamist.

Töö teises osas leiab käsitlemist audiitori sõltumatuse küsimus ülevõtmisarunde kontrollimisel. Audiitori sõltumatuse probleem on olnud päevakajaline juba pikemat aega nii Euroopas kui ka USA-s. Mitmed suuremad auditite läbikukkumised on headeks näideteks audiitori sõltumatuse olulisusest äriühingute varade hindamisel ja mängib sellest lähtuvalt ka olulist rolli ülevõtmispakkumise hinna kujundamisel. Pangad, finantsanalüütikud ja aktsionärid tuginevad üldjuhul oma laenu ja investeerimisotsustes suures osas just finantsaruannetes sisalduvale informatsioonile. Selleks, et võimaldada neil teha õigeid otsuseid, peaksid finantsaruanded andma äriühingu finantsolukorra kohta usaldusväärset ja objektiivset informatsiooni. Kuna finantsaruannetes esitataval informatsioonil on suur mõju ka sellele, kuidas juhatuse liikmeid hinnatakse, siis on väga oluline, et finantsaruande kasutajad saaksid olla kindlad, et need annavad õige ja õiglase ülevaate äriühingu finantsolukorrast ning seega nõuavad, et finantsaruandeid auditeeriks sõltumatu finantsekspert. Samuti on oluline, et audiitor ei oleks otsuste vastuvõtmisel mõjutatud äriühingu juhatuse liikmete poolt või siis ülevõtmisarunde puhul põhiaktsionäri poolt. Kuna juhatuse kontrollib nii olemasolevate kui ka tulevikus auditi eest makstavate tasude suurust, on oluline, et audiitori sõltumatus oleks tagatud ka kolmandate isikute silmis.<sup>3</sup>

Käesolevas töös analüüsitaksegi audiitori rolli olulisust ülevõtmisarunde kontrollimisel ja üritatakse välja pakkuda võimalikke lahendusi vältimaks äriühingu hinna manipulatsioone

---

<sup>3</sup> H. Kask. Audiitori üldised kohustused ja vastutus. Juhendaja P. Varul, magistritöö, Tartu Ülikool, 2006, lk. 5.

ülevõtmispakkumiste tegemisel. Praegusel hetkel on ülevõtmisaruanne kontrolliva audiitori valimine jäetud põhiaktsionäri ülesandeks, kuid autori arvates ei võimalda selline käsitlus tagada audiitori sõltumatust teiste aktsionäride silmis, kes sageli ei ole rahul ülevõtmisaruanne sätetega. Võimalik seotud audiitori ja põhiaktsionäri vahel võib olla ka üheks põhjuseks miks sageli väikeaktsionärid otsivad õiglase ülevõtmispakkumise hinna määramisel abi just kohtust. Käesolevas peatükis leiavadki käsitlemist võimalikud audiitori sõltumatust suurendavad lahendused ülevõtmisaruanne hinnangu andmisel.

Lähtudes asjaolust, et Eesti ülevõtmisturg on alles suhteliselt noor ja selle ajalugu on lühike, on töö koostamisel kasutatud eelkõige võrdlevat uurimismeetodit, võimaldades sellega anda hinnang Eesti ülevõtmispakkumise puudutavatele sätetele neid teiste liikmesriikide seadusandlustega võrreldes. Samuti aitab see tõstatatud probleemidele leida paremaid lahendusi teistest õiguskordadest ja selle läbi ühtlustada liikmesriikide vahelisi õiguslikke erinevusi. Töö koostamisel on lisaks kasutatud ka ajaloolist uurimismeetodit, võimaldades paremini mõista erinevate regulatsioonide kujunemist ja sellest tulenevaid probleeme. Teatud määral leiab töös käsitlemist ka süstemaatilis-loogiline meetod, mille abil tuuakse välja seosed siseriiklike ja direktiivis sätestatud normide vahel. Samuti aitab see paremini hinnata nii direktiivi kui ka teiste liikmesriikide vastavaid sätteid ja anda ülevaate võimalikest sätete kohaldamise võimalustest.

Käesoleva magistritöö peamiseks allikateks on inglise ja eestikeelsed erialakirjanduse artiklid ja erinevate riikide seadused. Lisaks seadustele on töös võrreldud ka Euroopa Parlamendi ja Nõukogu direktiivis 2004/25/EÜ sätestatud võimalusi Eesti siseriikliku seadusandluse vastavate sätetega ja üritatud välja pakkuda Eestile sobivaimaid lahendusi. Töös leiab käsitlemist ka üks Tartu Ülikooli magistritöö, mis aitab anda hea ülevaate audiitori sõltumatusest ja sellest tulenevalt võimaldab paremini analüüsida võimalikke audiitori sõltumatust ohustavaid asjaolusid. Seadusandja võimalikult täpse mõtte väljaselgitamiseks on töös kasutatud ka väärtpaberituru seaduse eelnõu seletuskirja.

# 1. Juhtkonna neutraalsuse põhimõte

## 1.1 Juhtkonna neutraalsuse põhimõtte alused

21. aprillil 2004. aastal võeti vastu Euroopa Parlamendi ja Nõukogu direktiiv 2004/25/EÜ (edaspidi ülevõtmisdirektiiv), mille eesmärgiks oli integreerida Euroopa Liidu liikmesriikide siseturge ühtseks tervikuks ja edendada Euroopa majanduse konkurentsivõimet maailmas. Ülevõtmisdirektiiviga üritati luua ühtne raamistik euroopasiseste ülevõtmispakkumiste reguleerimiseks, et võimaldada kapitali vaba liikumist ja tõsta Euroopa äriühingute konkurentsivõimet.<sup>4</sup>

Alles 27 aastat pärast esimese ettepaneku tegemist ja 15 aastat pärast läbirääkimiste algust ülevõtmisdirektiiv lõpuks jõustati. Euroopa Komisjoni esialgsest ettepanekust lähtuvalt, millest tulenevalt pidi direktiiv tõstma Euroopa konkurentsivõimet maailmas, võib direktiivi pidada läbikukkumiseks. Nimelt tänu paljude suurriikide vastuseisule otsustati direktiivi muuta, võimaldades erinevaid proteksionistlikke valikuvõimalusi. Nende mõju ühise siseturu loomiseks olid aga hävitavad. Direktiiviga eesmärgiks oli luua ühtne aluspind aktsionäride põhiõiguste kaitseks ja selle läbi kaitsta aktsionäre terves EL-is. Samuti oli eesmärgiks piiriüleste ülevõtmiste kogumaksumuse vähendamine ja konkurentsi ühtlustamine. Siiski pandi kokkuvõttes direktiiviga paika ainult ülevõtmise miinimumnõuded, mida liikmesriik pidi ise oma äranägemisel siseriiklikult kohaldama.<sup>5</sup> Tänu paindlikule lähenemisele on kahjuks aga paljud direktiivi eesmärkidest oma tegeliku tähenduse kaotanud ja sellest lähtuvalt võib direktiivi mõju ühtse ühisturu tekkele olla väike kui mitte olematu.

Ülevõtmispakkumised on nüüdseks saanud tavapärasteks nähtusteks turul. Need esinevad sageli kõikide liikmesriikide kapitaliturgudel kas sõbralike, kohustuslike või vaenulike ülevõtmispakkumiste näol. Ülevõtmispakkumine on ainult üheks näiteks ühinguõigusliku kontrolli süvendamise ilmingutest. Seda võib defineerida ka kui äriühingu aktsionärile pakkumise esitamist kontrolli saavutamiseks äriühingus. Kuna ülevõtmispakkumised on saanud kapitalituru lahutamatuks osaks, on paljud turuosalised omandanud ka suured

---

<sup>4</sup> P. L. Davies, E.-P. Schuster, E. Van de Walle de Ghelcke. The takeover Directive as Protectionist Tool? ECGI – Law Working Paper No. 141/2010, lk. 1,2. Kättesaadav internetis: <http://ssrn.com/abstract=1554616>

<sup>5</sup> T. Papadopoulos. The Mandatory Provisions of the EU Takeover Bid Directive and Their Deficiencies. Law and Financial Markets Review-LFMR, Vol. 1, No. 6, pp. 525-533, 2007, lk. 525. Kättesaadav internetis: <http://ssrn.com/abstract=1088894>

teadmised selles valdkonnas. Siiski on jäänud teatud segadust tekitavad olukorrad, mis oma olemusest lähtuvalt ei võimalda sageli üheselt mõista turul toimuvat. Sellisteks olukordadeks on eelkõige vaenulikud ja piiriülesed ülevõtmispakkumised. Esimeste puhul on põhjuseks juhtkonna või enamusaktsionäri võimalik vastuseis, mille tulemusel võidakse kasutada erinevaid ülevõtmispakkumist nurjavaid kaitsemeetmeid. Nende juhtumite puhul võib ülevõtmine kujuneda tõeliseks kahe poole vastasseisuks, mille käigus kasutavad mõlemad pooled erinevaid taktikalisi võtteid kontrolli saavutamiseks. Siinkohal võivad esile kerkida küsimused juhtkonna pädevusest kaitsemeetmete rakendamisel, sest sageli võivad juhtkonna poolt tehtud otsused hoopis äriühingu väärtust vähendada. Teiselt poolt jälle piiriüleste ülevõtmispakkumiste puhul mängivad olulist rolli riiklikud seadusandlused, mille läbi on võimalik seada erinevaid protektsionistlikke regulatsioone kodukoha riigi äriühingute kaitseks ja selleläbi tagada osadele äriühingutele paremad tingimused kui teistele.<sup>6</sup> Just nende probleemide lahendamisele on suunatud ka ülevõtmispakkumiste direktiiv, mis on oma sisust lähtuvalt üritanud vähendada siseriiklike õiguste erinevusi ja selle läbi võimaldada avatum ülevõtmisturg.

Üheks Euroopa Komisjoni peamiseks eesmärgiks ülevõtmispakkumiste direktiivi välja pakkumisel 1989. aastal oli kohustusliku juhtkonna neutraalsuse põhimõtte sisseviimine kõikidesse EL-i liikmesriikide õigustesse. See osutus ka peamiseks põhjuseks miks ülevõtmisdirektiiv jäi oma esialgsel kujul üle võtmata. Juhtkonna neutraalsuse põhimõtte järgi, ei tohi juhtkond ülevõtmispakkumise avaldamise järgselt kasutusele võtta kaitsemeetmeid, mis võiksid ülevõtmispakkumise nurjata. Nende piirangute eesmärgiks on ennetada juhtkonna omakasupüüdlikku tegevust, kohustades juhtkonda enne kaitsemeetmete kasutusele võtmist otsima aktsionäride nõusolekut. Sõna “neutraalsus” võib esmapilgul olla eksitav, sest sätete eesmärgiks ei ole niivõrd juhtkonna kõrvaldamine otsustusprotsessist vaid on pigem suunatud juhtkonna valikuvõimaluste piiramisele, et tagada aktsionäride parem kaitse juhtkonna omakasupüüdliku tegevuse eest. Kõikides liikmesriikides on juhtkonnal samas kohustus avaldada ka omapoolne hinnang ülevõtmispakkumisele ja samuti on neil võimalus otsida alternatiivseid pakkumisi (*White knight*). Juhtkonna neutraalsuse põhimõtte võimaldab juhtkonnal kaitsemeetmeid kasutada ainult juhul, kui selleks on nõusoleku andnud

---

<sup>6</sup> E. Wymeersch. The Takeover Bid Directive, Light and Darkness. Financial Law Institute Working Paper No. 2008-01, lk. 1, 2. Kättesaadav internetis: <http://ssrn.com/abstract=1086987>



aktsionäride üldkoosolek.<sup>7</sup> Kahjuks ei olnud tänu Saksamaa tugevale vastuseisule selle põhimõtte ülevõtmine direktiivi järgi kohustuslik vaid liikmesriigid võisid ise vabalt valida, kas vastavad sätted oma seadusandlusesse kaasata või mitte.<sup>8</sup>

Murettekitav on siinkohal asjaolu, et 27 liikmesriigist võttis juhtkonna neutraalsuse põhimõtte üle 18, millest 17-s kehtis see põhimõte juba enne direktiivi ülevõtmist.<sup>9</sup> Nende hulka kuulub ka Eesti, kus oli juhatuse neutraalsuse põhimõte juba varem sätestamist leidnud, kuid seda veidi üldisemal kujul. Kuigi liikmesriigid nagu UK, Rootsi ja Iirimaa otsustasid käesoleva põhimõtte oma siseriiklikusse õigusesse kaasata, on paljud suurriigid nagu Saksamaa ja Itaalia otsustanud minna teist teed ja seda vältida. Euroopa Komisjon on osutanud, et direktiivi selline protektsionistlik kohaldamine võib takistada avatuma ühisturu loomist.<sup>10</sup>

Arvestades asjaolu, et paljud liikmesriigid on loobunud juhtkonna neutraalsuse põhimõtte kohaldamisest, tuleks umbusklikult suhtuda direktiivi võimalikest kasudest Eesti äriimaastikule. Silmas tuleks pidada Eesti äriühingute väiksust ja haavatavatust väärtust vähendavate ülevõtmiste korral. Väärtpaberituru seaduse<sup>11</sup> 2007. aasta muudatustega sai üle võetud küll kõik juhtkonna neutraalsuse põhimõtet puudutavad sätted, kuid on jäetud kasutamata võimalikud kaitsemeetmed, mida mõned teised juhtkonna neutraalsuse põhimõtte üle võtnud liikmesriikidest on otsustanud kasutada. Eelkõige peetakse siinkohal silmas võimalust kohaldada siseriiklikus õiguses vastastikkuse põhimõtet ja selle läbi tagada äriühingute efektiivsem kaitse ülevõtjate eest, kes ei järgi ülevõtmisel samu reegleid, mis sihtemitent. Samuti on mitmed liikmesriigid võimaldanud oma äriühingutel kasutada erinevaid kaitsemehhanisme, mis kiirendavad kaitsemeetmete rakendamist ja mille läbi on võimalik soovimatuid ülevõtmisi kergemini nurjata.

Selleks, et tagada Eesti äriühingutele võrdsed võimalused ühisturul, peaks seadusandja võimaldama äriühingutele vähemalt mingisugused kaitsevõimalused ülevõtmiste korral.

---

<sup>7</sup> C. Gerner-Beuerle, D. Kershaw, M. A. Solinas. Is the Board Neutrality Rule Trivial? Amnesia About Corporate Law in European Takeover Regulation. LSE Legal Studies Working Paper No. 3/2011, lk. 2. Kättesaadav internetis: <http://ssrn.com/abstract=1799291>

<sup>8</sup> Samas, lk. 10.

<sup>9</sup> P. Jesse. Ülevõtmispakkumiste direktiiv: kas töövõit või tööõnnetus? Juridica 2010, nr. 3, lk. 4.

<sup>10</sup> B. J. Clarke. Reinforcing the Market for Corporate Control (August 19, 2010). UCD Working Papers in Law, Criminology & Socio-Legal Studies Research Paper No. 39/2010, lk. 5. Kättesaadav internetis: <http://ssrn.com/abstract=1661620>

<sup>11</sup> Väärtpaberituru seadus. RT I 2001, 89, 532 ja RT I, 30.11.2012, 4.

Hetkel oleme me olukorras, kus juhtkond on kaitsemeetmete rakendamisel jäetud otsustusõigusest ja ülevõtmispakkumise õnnestumine on täielikult aktsionäride kätes. Arvestades, et Eesti äriühingud on võrreldes teiste liikmesriikide äriühingutega tunduvalt väiksemad, on väikestel ja hajutatud aktsiakapitaliga äriühingutel sageli just aktsionäride vahelisest vähesest koostööst lähtuvalt raske vastu seista suurte korporatsioonide ülevõtmispakkumistele. Järelikult tuleks kergekäeliste ülevõtmispakkumiste tõrjumiseks anda teatud juhtudel otsustusõigus äriühingute juhtkondadele. Autor on arvamusel, et Eesti ei tohiks lähtuda ainult EL-i heaolust (nagu autori arvates hetkel tehtud on), vaid pigem tuleks tagada ka meie kodumaistele äriühingutele sarnased võimalused nagu seda on tehtud paljudes teistes liikmesriikides.

## **1.2 Ülevõtmispakkumise vastuvõtmise tähtaeg**

Väärtpaberituru seaduse §-s 171 lg 3 on sätestatud, et ülevõtmispakkumise tegemisest alates on juhatusel ja nõukogul keelatud teha toiminguid, mis võiksid põhjustada ülevõtmispakkumise nurjumise. Siiski on takistamine võimalik juhul, kui üldkoosolek annab selleks nõusoleku. Siinkohal võib problemaatiliseks osutuda asjaolu, et VPTS § 165 lg 3 näeb ette pakkumise vastuvõtmise tähtajaks 28-42 päeva. Hetkel peab äriseadustiku § 294 lg 3 järgi üldkoosolekust ette teatama vähemalt 7 päeva, kuid kui otsuse vastuvõtmiseks puudub piisav häälteenamus, on ÄS § 297 lg 2 järgi võimalik uus koosolek kokku kutsuda alles 7-21 päeva pärast. Seda silmas pidades võidakse kaitsemeetmete rakendamisega hiljaks jääda ja isegi parima tahtmise juures ei suudeta ülevõtmist takistada.

Lähtuvalt direktiivi artiklist 7 punktist 1 võib ülevõtmispakkumise vastuvõtmise tähtajaks määrata 2 kuni 10 nädalat. Eestis on vastuvõtmise tähtajaks vastavalt 4 kuni 6 nädalat, mis ei ole siseriiklikust õigusest lähtuvalt midagi uut, sest enne direktiivi kohaldamist olid need tähtajad üldjoontes samad. Siiski tuleks EL-i liikmesriikide siseturgude integratsiooni raames silmas pidada seda, et Eesti ei jääks võrreldes teiste liikmesriikidega halvemasse olukorda ja suudaks kiiresti arenevas majanduskeskkonnas olla konkurentsivõimeline. Ohtlikuks võib osutuda asjaolu, et VPTS § 165 lg 3 järgi määrab ülevõtmistähtaja ülevõtja ehk et tal on võimalus pakkumise vastuvõtmise tähtajaks määrata 28 päeva, mis jätab kaitsemeetmete rakendamise korraldamiseks ja läbiviimiseks sageli liiga lühikese aja.

Vastavate meetmete kasutuselevõtmine võib venida tunduvalt pikemaks, kui hetkel seda seadus ette näeb. Siinkohal võib näiteks tuua võimalike strateegiate väljatöötamist ja

aktsionäride teavitamist ülevõtmise detailidest. Paljudes suurettevõtetes on vastavad plaanid üldjuhul varem juba välja töötatud, kuid aktsionäride arvamuse kuulamine ja nende eesmärkide kindlakstegemine on sageli keerukam, kui esmapilgul võib tunduda. VPTS § 171 lg-st 2 tulenevalt peab sihtemitendi nõukogu koostama ning avalikustama ka oma arvamuse ülevõtmispakkumise tingimuste kohta. Kuna omapoolse arvamuse esitamiseks on ette nähtud kuni 14 päeva, siis võib aktsionäride teavitamine ülevõtmise plussidest ja miinustest muuta ülevõtmispakkumise vastuvõtmise tegeliku tähtaja veelgi lühemaks ja jätta aktsionärid ilma võimalusest kaaluda, kas nõustuda ülevõtmispakkumisega või mitte. See võib omakorda viia olukorrani, kus paljud aktsionärid nõustuvad aktsiate müügiga kaalumata selle mõju äriühingule.

Lähtudes direktiivi eesmärkidest peaks ülevõtmised looma EL-i sisese sünergia ja aitama saavutada liidu majanduslikku potentsiaali, kuid hetkeolukord võib pigem avada tee vaenulikele ja sageli mitteotstarbelistele ülevõtmistele, mille eesmärgiks võib olla ka lihtsalt konkurendi turult eemaldamine. Kaitsemeetmete õigeaegne kasutusele võtmine võib muutuda keeruliseks olukordades, kus ükski aktsionäridest eraldivõetuna kontrollpakki ei oma. Selliste äriühingute puhul võib olla lühikese perioodi jooksul keeruline tagada aktsionäride informeeritus ja vastavalt sellele pole piisavalt aega, et võtta kasutusele vastavaid abinõusid nagu näiteks uute aktsiate välja andmine, varade müük jne, mille tarvis on vajalik üldkoosoleku nõusolek.

Ka Eesti puhul on selliste situatsioonide esilekerkimine vägagi võimalik. Nimelt paljudel Balti börsinimekirjas noteeritud Eesti ettevõtetel puudub täielikku kontrolli omav aktsionär, kes suudaks iseseisvalt tõrjuda ka väärtust vähendavaid ülevõtmisi. Selle illustreerimiseks on järgnev tabel.

<b>Ettevõtte nimi</b>	<b>Enamusaktsionäri aktsiate osakaal kogu aktsiakapitalist</b>
<b>Arco Vara</b>	19,04 %
<b>Baltika</b>	21,21 %
<b>Ekspress Grupp</b>	27,03 %
<b>Harju Elekter</b>	31,70 %
<b>Merko Ehitus</b>	71,99 %
<b>Nordecon</b>	53,67 %
<b>Olympic Entertainment Group</b>	45,17 %
<b>Premia Foods</b>	62,71 %

<b>Silvano Fashion Group</b>	20,30 %
<b>Skano Group</b>	59,62 %
<b>Tallink Grupp</b>	35,81 %
<b>Tallinna Kaubamaja</b>	67,00 %
<b>Tallinna Vesi</b>	35,30 %

*Tabel 1. Kajastatud on Eestis noteeritud äriühingute enamusaktsionäride osaluse suurus 28.02.2013 seisuga.*

Äriühinguid, kus puudub kontrollpakki omav aktsionär on kaasajal üha rohkem. Seda toetab ka asjaolu, et tänapäeva globaliseerunud ühiskonnas ei ole vajalik äriühingu üle kontrolli saavutamiseks omada 51% hääleõiguslikest aktsiatest vaid enamustes äriühingutes on see lätend tunduvalt madalam. Lähtuvalt sellest on paljudes Euroopa riikides kohustusliku ülevõtmispakkumise tegemise piiriks 30% hääleõiguslikest aktsiatest.<sup>12</sup> Paljude suurte äriühingute aktsiakapital on hajutatud ja äriühingu tööd on võimalik juhtida ka lihtsalt aktsionäride vahelisi kokkuleppeid sõlmides.

Pidades eelnevat silmas võib öelda, et sellisel juhul puudub ka kindel kaitse ülevõtmiste korral. Nimelt võib ülevõtja ülevõtmispakkumise käigus omandada väikeaktsionäride aktsiad või teha suuraktsionäriale pakkumise, millest ta keelduda ei suuda, võimaldades sellega saavutada valitsev mõju äriühingu üle. Olukorras, kus aktsiakapital on jagunenud paljude väikeaktsionäride vahel, ei ole juhtkonnal võimalik kuidagi ette aimata, kuidas väikeaktsionärid ülevõtmispakkumisele reageerivad ja sellest lähtuvalt säilib kindlasti ka üldine ebakindlus ülevõtmispakkumiste ees. Aktsionärid ei pruugi sageli ülevõtmispakkumise tegemise järgselt olla teadlikud ülevõtmise eesmärkidest ja selle tagajärjel võidakse vastu võtta äriühingut kahjustavaid otsuseid. Järelikult võib liiga lühike vastuvõtmise tähtaeg jätta aktsionärid ilma vajalikust ülevõtmispakkumist puudutavast informatsioonist, võimaldades sellega äriühingu ülemineku ülevõtmispakkumise teinud isikule. Probleem ei seisne siinkohal väärtust suurendavate ülevõtmiste lihtsustamises vaid silmas tuleks eelkõige pidada, et sellega on äriühingud avatud ka väärtust vähendavatele ülevõtmistele.

On üha kasvav tendents, et äriühingu aktsiakapital on jaotunud aktsionäride vahel nii, et ükski neist ei oma üle 25% äriühingu hääleõiguslikest aktsiatest. 2006. aastal moodustasid sellised

<sup>12</sup> P. L. Davies, E.-P. Schuster, E. Van de Walle de Ghelcke (Viide 4), lk. 18.

äriühingud UK-s 90% kõigist äriühingutest, Prantsusmaal 37%, Saksamaal 48% ja Itaalias 22%.<sup>13</sup>

Nagu eespool juba mainitud sai, siis ka paljudes Eesti äriühingutes puudub kontrolli omav ainuaktsionär ja sellest lähtuvalt võib aktsionäride vaheline suhtlus tunduvalt kauem aega võtta kui 28 päeva. Nimelt on autor arvamusel, et seadusandja on ülevõtmispakkumise vastuvõtmise tähtaja miinimummäära kehtestamisel jätnud tähelepanuta mitmed ülevõtmispakkumise vastuvõtmisega seotud sätted, võimaldades ülevõtjal selle läbi survestada aktsionäre oma aktsiaid müüma. 28 päeva ei ole kindlasti piisav, et tagada samal ajal nii aktsionäride teavitamine ülevõtmispakkumise üksikasjadest, kui ka kaitsemeetmete rakendamine. Juba ainuüksi üldkoosoleku kokkukutsumine võib aega võtta 7 kuni 28 päeva (olenevalt esimese üldkoosoleku õnnestumisest). Alates ülevõtmispakkumise prospekti avalikustamisest, peab juhtkond aktsionäridele 14 päeva jooksul esitama ka omapoolse hinnangu pakkumisele. Arvestades, et Eesti äriühingute aktsiakapital on jagunenud suhteliselt hajutatult, ei pruugi juhtkonnal 28-st päevast piisata, et veenda piisaval arvul aktsionäre oma aktsiaid mitte võõrandama ja sellest lähtuvalt võib tekkida olukord, kus paljud aktsionärid nõustuvad ülevõtmispakkumisega ilma eelneva juhtkonna hinnangu ärakuulamiseta. Järelikult üldkoosoleku toimumise hetkeks võib äriühingul puududa piisav arv hääli, et tagada kaitsemeetmete kasutusele võtmine.

Aktsionäride ja äriühingute parema kaitse tagamiseks peaks ülevõtmispakkumiste vastuvõtmise tähtaja alampiiri Eestis tõstma. Silmas pidades eelnevalt tõstatatud probleeme, peaks ülevõtmispakkumise vastuvõtmise tähtaja miinimummääraks olema vähemalt 4 nädalat. Sellega võimaldataks aktsionäridel kaitsemeetmeid paremini ette valmistada ja neid vajadusel ka rakendada. Samuti vähendataks sellega aktsionäride survestamise võimalikkust ja jäetaks rohkem aega ülevõtmispakkumise hindamiseks.

Teine võimalus oleks erireeglite sätestamine, millega võimaldataks kaitsemeetmete rakendamist puudutavaid otsuseid vastu võtta ilma täiendava üldkoosoleku kokkukutsumiseta. Nimelt võiks siinkohal seaduse tasandil ette näha madalama osaluskohustuse, kui seda näeb ette ÄS § 297 lg 1. Madalam osaluskohustus kaitsemeetmete rakendamise otsuste vastuvõtmisel välistaks uue üldkoosoleku kokkukutsumise vajaduse, sest tõenäosus, et otsuste vastuvõtmiseks puudub piisav häälte arv, oleks väiksem. Lisaks sellele võiks kaitsemeetmete rakendamise otsustamiseks kokku kutsutud üldkoosolekul olla kohustuslik elektroonilise hääletamisvõimaluse tagamine. Nii oleks kõigil huvitatud aktsionäridel võimalik kiirelt ja

---

<sup>13</sup> P. L. Davies, E.-P. Schuster, E. Van de Walle de Ghelcke (Viide 4), lk. 17.

efektiivselt hääletada kas siis kaitsemeetmete kasutuselevõtmise poolt või vastu. Selliste erireeglite sätestamine võimaldaks kiirendada kaitsemeetmete vastuvõtmise protsessi. Autor on arvamisel, et kaitsemeetmete rakendamise vastuvõtmise madalam osaluskohustus võimaldaks välistada ka passiivsete aktsionäride poolt tekitada võivaid tagajärgi ja samas oleks elektroonilise hääletamisega tagatud kõigi aktsionäride õigused üldkoosolekul hääletada.

### **1.3 Vastastikkuse põhimõte**

#### **1.3.1 Vastastikkuse põhimõtte alused**

2007. aasta VPTS muudatuste vastuvõtmisel otsustas seadusandja, et vastastikkuse põhimõtte ülevõtmine ei ole lähtuvalt esialgse seaduseelnõu versiooni kohta saabunud mitte-ametlikest arvamustest Eesti turule sobivaim lahendus.<sup>14</sup> Siiski leiab autor vastupidist.

Hetkel on Eestis olukord, kus äriühingute kaitsevõimalused on riiklikult paika pandud. Meil on kehtestatud kohustuslik juhtkonna neutraalsuse põhimõte, mis välistab sihtemitendil ülevõtmispakkumise avaldamise korral ennast ilma üldkoosoleku nõusolekuta kaitsta. Ülevõtmise eesmärgiks peaks eelduslikult olema turu elavdamine ja juhtkonna parema töövõime tagamine, kuid arvestades Eesti turu väiksust ja ühingute suurust, võib paljudel juhtudel ülevõtja eesmärgiks osutuda hoopis konkurendi turult kõrvaldamine. Täielik sihtemitendi juhtkonna neutralisatsioon võib sihtemitendi, olenemata ka aktsionäride püüetest, jätta avatuks ka väärtust vähendavatele ülevõtmistele.

Oletame, et maailm koosneb kahest riigist – esimeses (A) on juhtkonna neutraalsuse põhimõte kohustuslik ja teises (B) ei ole. Olukorras, kus muud tingimused on samad, nende äriühingute arv, kus juhtkonna neutraalsuse põhimõte ei ole kohustuslik, kasvab. Põhjuseks on see, et B riigi äriühingutel on lihtsam omandada A riigi äriühinguid kui A riigi äriühingutel B riigi äriühinguid. Hetkest, millal B äriühing on A äriühingu üle võtnud, ei kohaldu sellele enam juhtkonna neutraalsuse põhimõte, sest ülevõtja riigi õiguse järgi on juhtkonna neutraalsuse põhimõte vabatahtlik.<sup>15</sup> Järelikult juhtkonna neutraalsuse põhimõte üksinda ei võimalda

---

<sup>14</sup> Väärtpaberituru seaduse seletuskiri. 1.november 2007.

<sup>15</sup> P. L. Davies, E.-P. Schuster, E. Van de Walle de Ghelcke (Viide 4), lk. 23-24.

olukorras, kus kõik liikmesriigid ei lähtu samadest reeglitest, tagada ausat konkurentsi osapoolte vahel.

Hetkel on Eestis lähtuvalt kohalikust seadusandlusest sarnane olukord. Siinkohal võimaldaski vastastikkuse põhimõtte teatud juhtudel leevendada tekkida võivaid pingeid, pakkudes äriühingutele võimaluse välistada juhtkonna neutraalsuse põhimõtte olukordades, kus ülevõtja ei lähtu ülevõtmispakkumise käigus samadest reeglitest mis sihtemitent. Vastastikkuse põhimõtte rakendamine äriühingus jätkaks juhtkonnale võimaluse otsustada, kas rakendada kaitsemeetmeid olukorras, kus ülevõtja ei järgi samu reegleid, mis sihtemitent. Juhul, kui liikmesriik on muutnud juhtkonna neutraalsuse põhimõtte kohustuslikuks ja äriühingutel puudub võimalus vastastikkuse põhimõtet rakendada, ei ole ühingute juhtkondadel enam midagi otsustada ja nad peavad vaikimisi hoiduma ülevõtmispakkumise nurjamisest, lootes samal ajal, et aktsionärid võtavad ülevõtmispakkumisega nõustumisel või keeldumisel vastu õigeid otsuseid.

Samas tuleks vastastikkuse põhimõttesse suhtuda ka kriitiliselt ja mitte unustada sellega kaasneda võivaid riske. Nimelt on juhtkonna neutraalsuse põhimõtte kohaldamine vajalik ainult ülevõtmise hetkel ja ei vaja selle kohaldamise säilitamist pärast ülevõtmispakkumise õnnestumist. Sellest lähtuvalt on kaheldav kas vastastikkuse põhimõtte lisamine juhtkonna neutraalsuse põhimõttele suudab EL-i siseselt kanda kinnitada. Peamine argument selle toetuseks on asjaolu, et äriühingud, mis asuvad riikides, kus juhtkonna neutraalsuse põhimõtte ei ole kohustuslik, võivad vastavalt vajadusele kord kohaldada ja kord mitte kohaldada juhtkonna neutraalsuse põhimõtet, võimaldades neile sellega eelise äriühingute ees, kes on seadusest lähtuvalt kohustatud vastavat põhimõtet kohaldama igapäevaselt. Selle vältimiseks on samas jäetud liikmesriikidele õigus kehtestada piiranguid, vähendades sellega võimalikke oportunistlikke sätete kohaldamise võimalusi.<sup>16</sup>

Mis puudutab liiduväliseid äriühinguid, siis isegi juhul, kui ülevõtja lähtub samadest reeglitest, mis sihtemitent, ei saa ta ennast vastastikkuse põhimõtte vastu kuidagi kaitsta. Nimelt ei näe ülevõtmisdirektiiv EL-i välistele äriühingutele ette sarnaseid õigusi, mis liikmesriikide äriühingutele, sest direktiiv rakendub ainult liikmesriikide äriühingute puhul. Sellisele ülevõtjale ei kohaldu direktiivi artiklist 9 tulenevad õigused ja sellest lähtuvalt saab öelda, et vastastikkuse põhimõtte on liikmesriikide väliste äriühingute puhul välistatud ja liikmesriigis asuv sihtemitent saab siinkohal alati kaitsemeetmeid kohaldada. Võib öelda, et liikmesriigi välisel äriühingul puudub igasugune stiimul juhtkonna neutraalsuse põhimõtte

---

<sup>16</sup> P. L. Davies, E.-P. Schuster, E. Van de Walle de Ghelcke (Viide 4), lk. 24.

ülevõtmiseks, sest kaitsemeetmete rakendamine on siinkohal lubatud igas olukorras, kus teiseks pooleks on liikmesriikide väline äriühing, sest liiduvälisel äriühingul ei ole võimalik direktiivist tulenevaid juhtkonna neutraalsuse põhimõtte tingimusi kuidagi täita.<sup>17</sup> Sellega on EL võimaldanud tugeva kaitse liikmesriikide väliste äriühingute ülevõtmiskatsete eest. Võib öelda, et ülevõtmisdirektiivi koostamisel on paljuski lähtutud majanduslikust natsionalismist. Nimelt tundub, et protektsionistlike nüansside sissetoomisega on üritatud luua olukord, kus EL-i äriühingud oleks pigem ülevõtja kui sihtemitendi rollis. Ühelt poolt on tegu kindlasti EL-i turgu kaitsva sättega, kuid samal ajal välistatakse sellega ka paljud väärtust tõstvad ülevõtmised.

Võib olla ka sellepärast on Prantsusmaa otsustanud vastavat tingimust oma seadusandluses veidi täiendada. Prantsusmaa seadusandluse järgi võib äriühing vastastikkuse põhimõtet kohaldada olukorras, kus ülevõtja ei rakenda ülevõtmisdirektiivist tulenevat juhtkonna neutraalsuse põhimõtet või ei rakenda samaväärseid tingimusi. Järelikult on Prantsusmaa soodustanud ka EL-i väliste ülevõtmispakkumiste tegemist ja võimaldanud veidi avatuma ülevõtmisturu. Sama teed on läinud ka Itaalia, kus on samuti seda käsitlust laiendatud.<sup>18</sup> Siiski tasuks siinkohal veelkord mainida, et isegi juhul, kui liikmesriigi väline ülevõtja suudab edukalt ära kasutada juhtkonna neutraalsuse põhimõtte kohaldamist, on ülevõtja siiski kohustatud seda põhimõtet kohaldama ainult ülevõtmispakkumise tegemise hetkel ja ei pruugi vastavat põhimõtet pärast ülevõtmispakkumise tegemist enam oma põhikirjas sätestada, sest neil lihtsalt puudub selleks vajadus. Järelikult ei tundu käesolev käsitlus esmapilgul väga suurt lisaväärtust pakkuvat.

Siiski tagaks vastastikkuse põhimõtte parema kaitse selliste ülevõtmiste korral, kus ülevõtja on küll liikmesriigist, kuid ta ei rakenda direktiivist tulenevat juhtkonna neutraalsuse põhimõtet. Olenemata ülevõtja võimalusest juhtkonna neutraalsuse põhimõtet ainult ajutiselt rakendada, muudaks sihtemitendi poolt selle põhimõtte rakendamine ülevõtmise siiski tunduvalt raskemaks ja paljudel juhtudel ilmselt ka ülevõtjale kallimaks. Nimelt vajab ka juhtkonna neutraalsuse põhimõtte rakendamine ülevõtja poolt täiendavat tegutsemist, kasvõi näiteks üldkoosolekult selle põhimõtte rakendamiseks nõusoleku saamist. Olles üle võtnud juhtkonna neutraalsuse põhimõtte on ka ülevõtja ülevõtmispakkumise kestel avatud konkurentide või teiste äriühingute ülevõtmispakkumistele. Sellest lähtuvalt ei pruugi ülevõtmine enam

---

<sup>17</sup> P. L. Davies, E.-P. Schuster, E. Van de Walle de Ghelcke (Viide 4), lk. 24.

<sup>18</sup> Samas, lk. 24.



ülevõtjale nii atraktiivne tunduda ja sellega oleks kaudselt tagatud ka sihtemitendi parem kaitse.

### **1.3.2 Vastastikkuse põhimõtte vajalikkus**

Vastastikkuse põhimõtte olemasolu ei oma tähtsust olukorras, kus äriühingul on üks kontrolli omav aktsionär. Siiski võib see pakkuda teatud kaitset äriühingutele, kus kontrollpakki omav aktsionär puudub. Näiteks olukord, kus mitu suuraktsionäri üheskoos omavad kontrolli äriühingu üldkoosoleku otsuste üle, kuid on säilinud võimalus, et ülevõtmispakkumine võib olla atraktiivne piisaval arvul väikeaktsionäridele, et ülevõtmispakkumine võiks õnnestuda. Samuti toetab vastastikkuse põhimõtte vajalikkust asjaolu, et ülevõtmispakkumise järgsele üldkoosolekule võib ilmuda tunduvalt rohkem aktsionäre, kui tavalisele ülekoosolekule, kes kiire rahategemise võimalusena on valmis hääletama kaitsemeetmete kasutuselevõtmise vastu. Sellised nõrgad kohad võivad muuta äriühingu piisavalt haavatavaks, et võimaldada ka väärtust vähendavate ülevõtmispakkumiste õnnestumine, mille eesmärgiks ei pruugi olla äriühingu parema töövõime saavutamine. Samuti tuleks silmas pidada asjaolu, et pakkumise järgselt üldjuhul „aktiivsete“ aktsionäride arv kasvab (näiteks riskifondid), kes ei pruugi olla huvitatud äriühingu jätkusuutlikkusest vaid piisavalt suurest hüvitisest. Arvestades riskifondide suurust, võivad nende hääled saada otsustavateks kaitsemeetmete vastuvõtmisel ja osutada kaalukeeleks ülevõtmispakkumise õnnestumisel.<sup>19</sup>

Sarnast tendentsi toetavad ka mitmed EL-is aset leidnud ülevõtmised nagu näiteks Cadbury Plc (Cadbury) ülevõtmine Kraft Foods Inc (Kraft) poolt, mis illustreerib ilmekalt ülevõtmispakkumise tegemise mõju turule. On fakt, et ülevõtmispakkumise väljakuulutamine mõjutab väga suurel määral turu aktiivsust ja ka Cadbury juhtumi puhul otsustasid väga paljud „pikaajalised investorid“ kasutada võimalust teenida ülevõtmispakkumise hinnast lähtuvalt kerget tulu, müües oma aktsiad, mille omandasid suuremas osas just riskifondid. Hetkeks, mil juhtkond oli avaldanud omapoolse müügisoovituse, olid riskifondide ja teiste lühiajaliste investorite osalus äriühingus suurenenud 5 protsendilt 30 protsendini. Arvestades, et juhtkond peab otsuste tegemisel lähtuma eelkõige aktsionäride huvidest, oli juhtkonna otsuse tegemise hetkeks selge, et alles jäänud aktsionäride peamine huvi oli ülevõtmispakkumise õnnestumine. Järelikult võib öelda, et teatud juhtudel võib äriühingutes, kus aktsiakapital on jagunenud paljude väikeaktsionäride

---

<sup>19</sup> P. L. Davies, E.-P. Schuster, E. Van de Walle de Ghelcke (Viide 4), lk 28.

vahel, tekkida olukord, kus juhtkond peab lihtsalt kõrvalt vaatama, kuidas äriühing vahetab omanikku ilma, et ta saaks ise selle vastu midagi ette võtta. Sageli on väidetud, et riskifondide haldurid on huvitatud lühiajalisemate investeeringute tegemisest kui erainvestorid. Seda mitte ainult sellepärast, et nad sooviksid teenida kiirelt suuremat tulu vaid just suurema likviidsuse tagamiseks just tänu nende palgasüsteemile, mis toetab tehingu pealt saadud tulu kiiremat ja efektiivsemat realiseerimist. Siiski ei saa siinkohal süüdistada ainult riskifonde ja nende tegevust vaid silmas tuleks pidada ka asjaolu, et ennekõike olid esmasteks müüjateks just erainvestorid, kes samuti olid huvitatud kiirest ja suurest tulust.<sup>20</sup> Eelnev toetab autori arvamust, et selleks, et vältida mõtlematuid ja väärtust vähendavaid ülevõtmisi, tuleks juhtkonnale teatud juhtudel tagada suurem otsustusõigus ja selle läbi vähendada lühiajaliste investorite mõju ülevõtmise kulgemisele. Käesoleval juhul puudutab see probleem kindlasti ka Eesti äriühinguid, kes on oma aktsiakapitali jaotumisest lähtuvalt samuti haavatavad.

Arvestades EL-i liikmesriikide ülevõtmispakkumisi reguleerivate sätete erinevusi, on vajalik, et teatud ühtlustamine viidaks läbi kasvõi siseriiklikul tasemel. Siinkohal aitakski seda saavutada vastastikkuse põhimõtte kohaldamine. Vastastikkuse põhimõtte rakendamisel antaks juhatusele võimalus valida, kas kohaldada juhtkonna neutraalsuse põhimõtet olukorras, kus ülevõtmispakkumise teinud äriühing ei järgi samu põhimõtteid mis sihtemitent. Lühidalt öeldes võimaldab vastastikkuse põhimõtte kalduda kõrvale juhtkonna neutraalsuse põhimõttest, säilitades juhatuse või enamusaktsionäri kontrolli äriühingu üle. Olukorras, kus juhtkonna neutraalsuse põhimõtte on riiklikul tasemel kohustuslikuks muudetud, ei ole juhtkonnal võimalust teha vastupidiseid otsuseid ilma üldkoosoleku nõusolekuta.<sup>21</sup> Siinkohal võimaldaks vastastikkuse põhimõtte vähendada olukordi, kus aktsionäride kontrolli ohustataks ja sellega oleks tagatud ausam ja läbipaistvam piiriülene ülevõtmispakkumiste tegemine.

Kui vaadelda direktiivis välja pakutud võimalusi ja liikmesriikide poolt vastuvõetud seadusmuudatusi, on selge, et ülevõtmispakkumiste raamtingimuste ühtlustamine ei olnud nii edukas, kui oleks võinud oodata. Ainult 14 liikmesriiki 27-st kehtestas juhtkonna neutraalsuse põhimõtte ja jättis samas kohaldamata ka vastastikkuse põhimõtte (ka. Eesti).<sup>22</sup> Ära tuleks mainida, et vastav põhimõtte oli nende riikide seadusloomes juba varem sätestatud. Kindlasti Euroopa Komisjoni silmis on selline avatus vägagi positiivne, kuid tervikpilti vaadates ei

---

<sup>20</sup> B. J. Clarke. Directors' Duties During an Offer Period – Lessons from the Cadbury PLC Takeover (February, 11 2011). UCD Working Papers in Law, Criminology & Socio-Legal Studies Research Paper No. 44/2011, lk. 5-6. Kättesaadav internetis: <http://ssrn.com/abstract=1759953>

<sup>21</sup> Samas, lk 29

<sup>22</sup> P. L. Davies, E.-P. Schuster, E. Van de Walle de Ghelcke (Viide 4), lk. 31

kindlusta see just kõige paremat tulevikku Eesti äriühingutele. Äriühingute väiksus, liiga lühike ülevõtmispakkumise vastuvõtmise tähtaeg, hajutatud aktsiakapital ja juhtkonna neutraliseeritus viitavad kõik sellele, et Eesti seadusandja ei ole ülevõtmispakkumisi reguleerivate sätete loomisel pidanud silmas tervikpilti. Eesti äriühingutele on loodud võrreldes paljude teiste liikmesriikidega tunduvalt keerulisem ärikeskkond, mille tulemusel võime jõuda olukorrani, kus Eesti äriühinguid hakatakse vaenulikult turult välja sööma ja ülevõtmiste tõrjumiseks kaitsemeetmed puuduvad.

### **1.3.3 Vastastikkuse põhimõtte rakendamine Euroopas**

Kui rääkida direktiivist ja selle kohaldamisest endast, siis ainult 5 liikmesriiki võttis direktiivis sätestatud juhtkonna neutraalsuse põhimõtte üle koos vastastikkuse põhimõttega.<sup>23</sup> Nendeks olid Prantsusmaa, Kreeka, Portugal, Sloveenia ja Hispaania. Nende hulgas Kreeka, Sloveenia ja Hispaania äriühingutest ei ole keegi oma põhikirjas vastastikkuse põhimõtet kohaldanud, kuigi seadusega on neile see võimalus jäetud. Portugal seevastu on vastastikkuse põhimõtte muutnud seaduse tasemel kohustuslikuks kõigile äriühingutele, mis ilmselgelt ei vasta direktiivi artiklis 12 punktis 5 sätestatule.<sup>24</sup>

Esimeseks näiteks vastastikkuse põhimõtte ülevõtnud riikidest on Kreeka, kus enamus äriühingutest on otsustanud vastavat põhimõtet mitte rakendada. Lähtuvalt asjaolust, et Kreeka on sarnaselt Eestile peamised ülevõtmispakkumisi nurjavad kaitsemeetmed ülevõtmisdirektiivi kohaldamisel välistanud (näiteks lähtutakse ka seal „üks aktsia – üks hääl“ põhimõttest), on keeruline põhistada asjaolu miks nii vähesed äriühingud vastastikkuse põhimõtet rakendavad. ISS-i poolt läbiviidud uuringus selgus, et üheteistkümnest avalikule turule läinud äriühingust kasutas seitse kontrolli suurendamiseks aktsiakapitali jaotamisel püramiid-struktuuri ja üks tugines kontrolli suurendamisel aktsionäride kokkuleppele.<sup>25</sup> Sellest lähtuvalt võiks järeldada, et ülevõtmisdirektiivi kohaldamisest tulenevalt on äriühingud otsustanud kasutada selliseid vahendeid, mis võimaldaksid tagada kaitse kõigi ülevõtmispakkumiste korral (nii olukordades, kus ülevõtja rakendab juhtkonna neutraalsuse põhimõtet, kui ka olukordades, kus ta seda ei tee). Nimelt raskendab aktsiakapitali püramiid-struktuur ülevõtjal kontrolli saavutamist äriühingus, kohustades ülevõtjat saavutama kontroll

---

<sup>23</sup> P. L. Davies, E.-P. Schuster, E. Van de Walle de Ghelcke (Viide 4), lk. 31.

<sup>24</sup> Samas, lk. 43.

<sup>25</sup> Samas, lk. 47.

igas aktsiagrupis eraldi. Käesolev lahendus tundub äriühingutele ilmselt atraktiivsem just sellepärast, et vastastikkuse põhimõtte rakendamine vajab iga 18 kuu järel vastastikkuse põhimõtte rakendamise nõusoleku uuendamist aktsionäride üldkoosoleku poolt.

Vastastikkuse põhimõte on siseriiklikku seadusandlusesse sisse viidud ka Sloveenias. Võrreldes Kreekaga ei ole ükski Sloveenia äriühing vastastikkuse põhimõtet üle võtnud. Siiski põhjused on mõnevõrra erinevad kui Kreeka puhul. Peamiseks põhjuseks siinkohal võib olla äriühingute aktsiakapitali jaotumise struktuur. Nimelt 2004. aasta lõpu seisuga omas riik kontrolli 44% kõigist väärtpaberiturul registreeritud äriühingutest. Teine 25% olid kontrollitud mittetulundusühingute poolt ja ainult 6% välisinvestorite poolt. Kuigi aktsionäride kontsentratsioon oli Sloveenias veidi madalam kui teistel arenevatel turgudel, võib siinkohal põhjuseks olla asjaolu, et äriühingute erastamise tulemusel on paljud aktsionärid just äriühingu enda töötajad. Sellest lähtuvalt võib vastastikkuse põhimõtte kohaldamine olla üleliigne, sest eelduslikult peaks juhtkonna ja töötajate koostööl olema võimalik ülevõtmispakkumise nurjamine ka ilma vastastikkuse põhimõtet kohaldamata.<sup>26</sup> Selline aktsiakapitali struktuur samas vähendab äriühingu aktsiate likviidsust, mille tulemusel ei pruugi Sloveenia äriühingud pakkuda huvi suurematele investoritele (näiteks riskifondid) ja sellepärast on ka väiksem tõenäosus vaenulike ülevõtmispakkumiste esinemiseks.

Parimaks näiteks vastastikkuse põhimõtte rakendamisest ja millest võiks lähtuda ka Eesti, saaks tuua Prantsusmaa, kus ligi viiendik CAC 40 äriühingutest on otsustanud seda põhimõtet kohaldada. Ilmselt osa põhjusest miks vastastikkuse põhimõte on Prantsusmaal äriühingute seas populaarne on see, et prantsuse seadusandja mitte ainuüksi ei võimaldanud kohalikel äriühingutel vastastikkuse põhimõtte kasutamist vaid tagas ka konkreetse mehhanismi selle rakendamiseks. Nimelt võimaldatakse äriühingul kasutada kaitseaktsiaid (*bons Bretons*), mille läbi on võimalik odava hinnaga välja anda uusi aktsiaid. Selline lähenemine sarnaneb USA „*poison bill*“-le ja võimaldab edukalt nurjata teise äriühingu ülevõtmispakkumine.<sup>27</sup> Kaitseaktsiate väljaandmiseks on siiski vajalik üldkoosoleku nõusolek, kuid vajaduse tekkides kiirendab see kindlasti kaitsemeetmete kasutuselevõttu. Selline mehhanism võimaldab tugeva kaitsemeetme rakendamise ka juhul, kui aktsionär ei oma *de jure* kontrolli äriühingu üle.

Lähtudes Prantsusmaa lähenemisest võib esmapilgul jääda mulje, et kaitseaktsiate väljaandmisega minnakse vastuollu direktiivis sätestatuga. Siiski see mulje on vale, sest otsustusõigus kaitsemeetmete kasutamiseks jääks siiski üldkoosoleku pädevusse ja soodsa

---

<sup>26</sup> P. L. Davies, E.-P. Schuster, E. Van de Walle de Ghelcke (Viide 4), lk 47, 48.

<sup>27</sup> Samas, lk. 44.

ülevõtmispakkumise korral aktsionärid eelduslikult ei takistaks ülevõtmispakkumise õnnestumist. Samuti tuleks rõhutada, et selliste kaitsemeetmete kasutuselevõtt on võimalik ainult juhul, kui ülevõtmispakkumise teinud äriühing ei järgi samu reegleid, mis sihtemitent ja sihtemitent on põhikirjas sätestanud vastastikkuse põhimõtte.

Tegu võib olla küll protektsionistlikuma lähenemisega, kuid sobiks heaks eeskujuks ka Eestile, kus siseturg ei ole väga suur ja kodumaistel äriühingutel on sellest lähtuvalt raskem laieneda, võimaldades eestivälistel äriühingutel lämmatada konkurents juba eos. Ilmselt on eelneva puhul tegu kõige äärmuslikuma variandiga, kuid autori arvates tuleks äriühingutele siiski tagada erinevaid võimalusi, mis võimaldaks ennast vajadusel kaitsta. Vastastikkuse põhimõtte kohaldamise ja kaitseaktsiate välja andmisega oleks tagatud kaitsemeetmete tunduvalt kiirem rakendamine. Näiteks olukorras, kus sihtemitendi aktsionäridele on jäetud ainult 28 päeva ülevõtmispakkumise vastuvõtmiseks, on vajalik, et pärast kaitsemeetmete rakendamise otsuse vastu võtmist oleks äriühingu juhtkonnal võimalik kiirelt ja efektiivselt tegutseda.

Käesoleval ajal võib tunduda, et äriühingute muutmine ülevõtmispakkumistele avatuks kannab endas positiivset eesmärki ja aitab kiiremini saavutada äriühingute potentsiaali. Paljudel juhtudel äriühingu omanike vahetumine seda kindlasti ka võimaldab, kuid teatud juhtudel ei pruugi ülevõtmise eesmärgiks olla mitte äriühingu väärtuse ja juhtkonna efektiivsuse suurendamine vaid konkurentsi kõrvaldamine. Selleks, et paremini välja tuua äriühingute avatuse probleemsed kohad, tuleks kõigepealt analüüsida lähiminevikus turul toimuvat.

Viimasel kahel aastakümnel on ühinemiste ja omandamiste turg EL-is tugevalt kasvanud. 90-ndate vältel kasvas ülevõtmiste arv Euroopas tormiliselt, edestades juba 1999. aastaks USA ülevõtmisturu aktiivsust mitmekordselt. EL-i turul viidi läbi vastavalt 369 vaenulikku ülevõtmist USA 20 vastu.<sup>28</sup> Seoses aga 2000. aasta börsikrahhiga ülevõtmiste arv Euroopas vähenes ligi 41%. Vähenemine jätkus 2001-2003 aastal kuni jõudis lõpuks tänu rahapoliitikale ja väärtipaberiturgude tingimuste muutmisele taas tõusule aastatel 2003-2007. Kui enamus EL-is tehtud ülevõtmistest on olnud kodumaised, siis piiriüleste ülevõtmiste protsent ja arv on jätkuvalt tõusuteel. Eriti on kasvanud EL-i väliste ülevõtmiste arv. Aastatel

---

<sup>28</sup> J. A. McCahery, L. Renneboog. The Economics of the Proposed European Takeover Directive. Centre for European Policy Studies (2003) - CEPS Reports in Finance and Banking No. 32, 1 April 2003, lk. 20-21. Kättesaadav internetis: <http://aei.pitt.edu/9562/>

2001-2007 moodustas piiriüleste ülevõtmiste arv stabiilselt 19% kõikidest ülevõtmistest EL-is. Siiski tõusis nende ülevõtmiste kogusumma alates 2000. aastast 20%-lt 34%-ni.<sup>29</sup>

Ülevõtmiste ja omandamiste puhul tuleks tähele panna, et kuigi enamuses USA-s ja EL-is tehtud ülevõtmistest olid sõbralikud ülevõtmised, siis tuleb samuti täheldada vaenulike ülevõtmiste arvu märkimisväärt suurenemist. Selline ilming võib olla tingitud mitmetest asjaoludest nagu näiteks strateegiliste investorite turule sisenemine, kontinentaal-euroopa kapitalituru muutused ja õigusliku regulatsiooni soodsamaks muutumine.<sup>30</sup>

Autorit panebki muretsema just vaenulike ülevõtmiste arvu kasv Euroopas. Arvestades, et Eesti seadusandja on määranud ülevõtmispakkumise vastuvõtmise tähtaja alampiiriks 28 päeva ja asjaolu, et Eestis ei ole kehtestatud vastastikkuse põhimõtet, tundub olevat Eesti näol tegemist soodsa ülevõtmisturuga, mida võivad paljud konkurendid halvasti ära kasutada. Ühelt poolt võib muidugi öelda, et see elavdab meie siseturgu, kuid autori arvates võetakse sellega paljudelt Eestis üles töötatud äriühingutelt võimalus ise välisturule tungida.

#### **1.4 Juhtkonna neutraalsuse ja vastastikkuse põhimõtte võimalikud kohaldamisviisid**

Ülevõtmisdirektiivi artikkel 12 võimaldab liikmesriikidel valida, kas muuta juhtkonna neutraalsuse põhimõtte siseriiklikul tasandil kohalikele äriühingutele kohustuslikuks või mitte. Juhul, kui liikmesriik otsustab antud põhimõtet mitte rakendada, peab ta äriühingutele siiski võimaldama selle kohaldamist vabatahtlikkuse alusel. Vastava otsuse vastuvõtmine on aktsionäride üldkoosoleku pädevuses ja hääletamine peab toimuma kooskõlas siseriiklikult ette nähtud äriühingu üldkoosoleku otsuste vastuvõtmise korrale. Juhtkonnale siinkohal mingeid erioigusi antud ei ole, millest tulenevalt ei ole neil võimalik aktsionäride otsustamisõigust kuidagi välistada.

Lisaks juhtkonna neutraalsuse põhimõtte rakendamise vabatahtlikkusele näeb ülevõtmisdirektiiv ette veel teisegi liikmesriigi valikuvõimaluse, milleks on vastastikkuse põhimõtte äriühingutele võimalikuks tegemine. Viimase puhul on tegu ülevõtmispakkumiste kontekstis suhteliselt uue mõistega. Selle põhimõtte liikmesriigi tasandil äriühingutele kättesaadavaks tegemisega on äriühingutel võimalus juhtkonna neutraalsuse põhimõtet mitte

---

<sup>29</sup>J. A. McCahery, E. P. M. Vermeulen. Does the Takeover Bids Directive Need Revision? TILEC Discussion Paper No. 2010-006, Tilburg Law School Research Paper No. 005/2010, lk. 15. Kättesaadav internetis: <http://ssrn.com/abstract=1547861>

<sup>30</sup> Samas, lk. 15.

kohaldada olukordades, kus ülevõtja ei järgi samu reegleid, mis sihtemitent. Samas, kui liikmesriik valib vastupidise tee, ei ole juhtkonnal enam midagi otsustada.

Vastastikkuse põhimõtte riiklikul tasandil kättesaadavaks tegemisega võimaldatakse äriühingu aktsionäridel juba ennetavalt anda juhtkonnale nõusolek kaitsemeetmete rakendamiseks olukordades, kus ülevõtmispakkumise teine pool ei järgi samu reegleid, mis sihtemitent. Oluline on siinkohal märkida, et vastav nõusolek on võimalik anda ainult 18-ks kuuks, mille järel on vaja juhtkonnal saada uus nõusolek või nad kaotavad selle kaitsevõimaluse. Artikkel 12 iseenesest ei näe vastastikkuse põhimõtte kohaldamisel üldkoosoleku nõusoleku andmiseks ette mingeid erilisi protseduure. Samuti ei ole nõusolekust vaja teavitada riiklikke asutusi. Ainsaks kohustuseks on siinkohal nõusoleku andmise otsus avalikustada.<sup>31</sup>

Vastastikkuse põhimõtte sai direktiivi sisse viidud tänu mitmete liikmesriikide vastuseisule juhtkonna neutraalsuse põhimõttele. Nimelt olid paljud arvamusel, et juhtkonna neutraalsuse põhimõtte kohustuslikuks muutmine jätkaks EL-i äriühingud avatuks USA rivaalide ees, kellel oleks erinevalt Euroopa Liidu äriühingutest sellisel juhul võimalik ülevõtmispakkumiste raames rakendada tunduvalt tugevamaid kaitsemeetmeid. Selle tulemusel sündiski vastastikkuse põhimõtte, mis võimaldas ühtlustada erinevate riikide õiguskordade vahelisi erinevusi.<sup>32</sup>

Teine oluline ebakindlust tekitav koht selle põhimõtte rakendamisel tõusetub, kui juhtkonna neutraalsuse ja vastastikkuse põhimõtet kohaldav äriühing saab ülevõtmispakkumise kahelt või enamalt äriühingult, millest vähemalt üks järgib juhtkonna neutraalsuse põhimõtet ja vähemalt üks seda ei tee. Küsimus seisneb selles, kas äriühingul on õigus ühe vastu vastastikkuse põhimõtet kohaldada ja teise vastu mitte. Prantsusmaa on siinkohal asunud seisukohale, et kaitsemeetmete kasutamine on sellisel juhul lubatud kõigi ülevõtmispakkumise teinud äriühingute suhtes olenemata mitu ülevõtmispakkumise teinud äriühingut juhtkonna neutraalsuse põhimõtet järgib. Kui Prantsusmaa seisukoht on vale, siis eelduslikult sihtemitendi juhtkond saab kaitsemeetmeid rakendada ainult juhul, kui need on suunatud ainult ülevõtmispakkumise teinud äriühingute suhtes, kes ei ole juhtkonna neutraalsuse põhimõtet oma põhikirjas kohaldanud. Näiteks kaitseaktsiate välja andmine

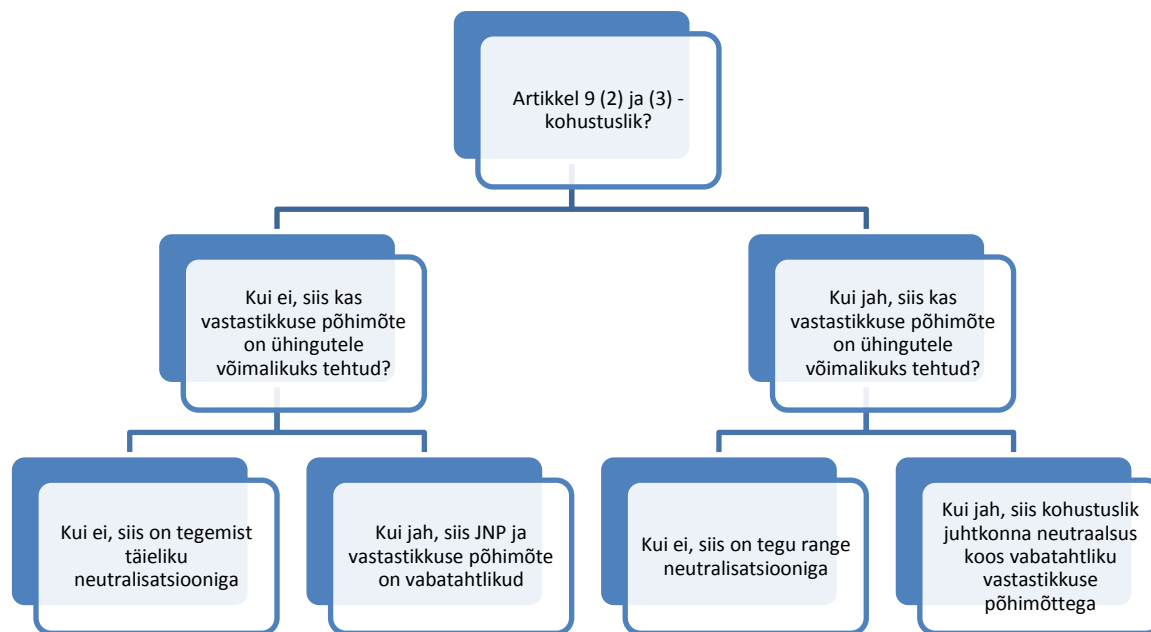
---

<sup>31</sup> P. L. Davies, E.-P. Schuster, E. Van de Walle de Ghelcke (Viide 4), lk. 21-22.

<sup>32</sup> Samas, lk. 22.

muutub kehtivaks alles hetkest, mil juhtkonna neutraalsuse põhimõtet mitte kohaldav äriühing omandab kontrolli äriühingu üle.<sup>33</sup>

Kokkuvõtlikult võib ülevõtmispakkumiste direktiivis liikmesriikidele jäetud juhtkonna neutraalsuse põhimõtet ja vastastikkuse põhimõtet puudutavad valikuvõimalused jagada järgnevalt:



Joonis 1.

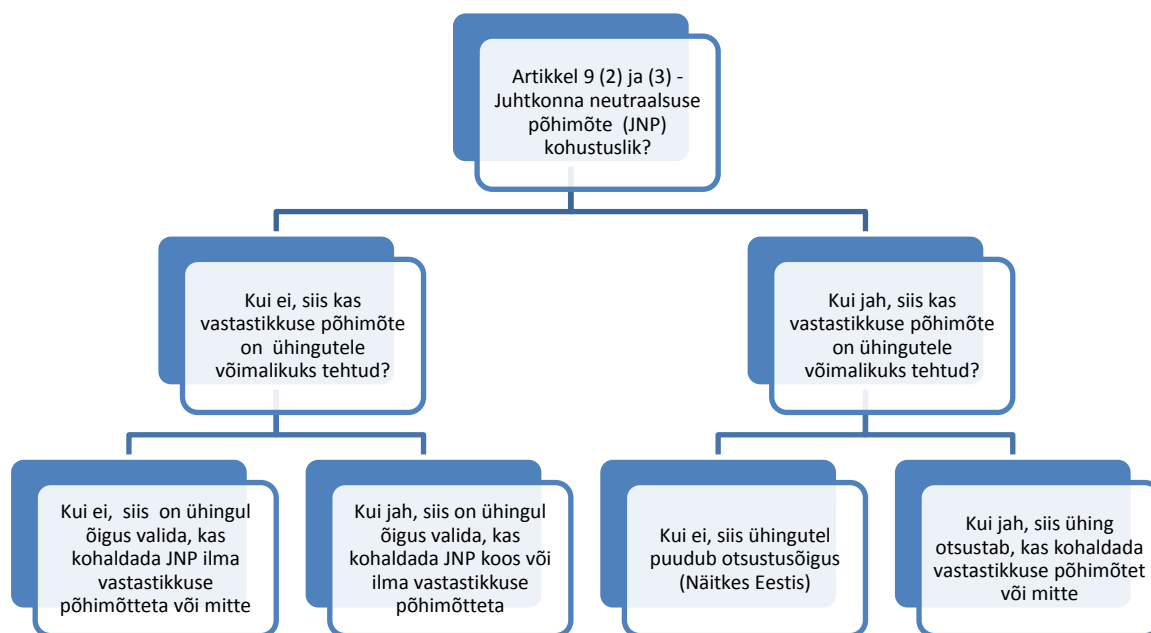
Juhul, kui liikmesriik muudab juhtkonna neutraalsuse põhimõtte seaduse tasandil kohustuslikuks, kuid ei võimalda äriühingutele vastastikkuse põhimõtte kohaldamist, siis ei ole äriühingutel enam midagi otsustada.<sup>34</sup> Samas kui liikmesriik otsustab kohustusliku juhtkonna neutraalsuse põhimõtte kõrval võimaldada ka vastastikkuse põhimõtte kohaldamise, siis jääb viimase kohaldamine äriühingu üldkoosoleku otsustada. Eelnevale lisaks tuleks veel mainida, et riiklikul tasandil juhtkonna neutraalsuse põhimõtte kohustuslikuks muutmata jätmise korral peab riik siiski võimaldama äriühingutele selle põhimõtte vabatahtliku kohaldamise ja võib lisaks sellele võimaldada ka vastastikkuse põhimõtte vabatahtliku kohaldamise äriühingu poolt. Sellisel juhul on äriühingul kaks valikut, mis on kujutatud ka joonisel 2.<sup>35</sup>

<sup>33</sup> P. L. Davies, E.-P. Schuster, E. Van de Walle de Ghelcke (Viide 4), lk. 23.

<sup>34</sup> Samas, lk. 25.

<sup>35</sup> Samas, lk. 26.





Joonis 2.

Joonis 2 toob kõige selgemalt esile äriühingute tegutsemisvõimalused erinevate võimalike direktiivist tulenevate lahenduste korral. Vaatame kõigepealt olukorda, kus juhtkonna neutraalsuse põhimõtet ei ole riiklikult kohustuslikuks muudetud ja vastastikkuse põhimõtte on välistatud. Kõik selleni viivad valikud vajavad aktsionäride nõusolekut (Alt vasakult esimene tulp jooniselt 2). Sellisel juhul on peamiseks juhtkonna neutraalsuse põhimõtte kohaldamise ajendiks ilmselt aktsiate turuväärtuse suurendamine läbi äriühingu avamise võimalikele ülevõtmispakkumistele. Samuti aitab hirm ülevõtmiste ees motiveerida juhtkonda paremini ja efektiivsemalt töötama. Siiski võib öelda, et ülevõtmisdirektiiv jätab teatud juhtudel aktsionärid valikute tegemisel omapead, jättes kasvõi juhtkonna neutraalsuse põhimõtte ülevõtmise äriühingu aktsionäride otsustada. Siinkohal võib probleeme tekkida just killustunud aktsiakapitaliga äriühingutel, kus juhtkond ei haara selle küsimuse lahendamisel piisavalt initsiatiivi ja aktsionäride vahel puudub üksmeel. Vabatahtlikkuse tulemusel võivad mitmed direktiivist tulenevad valikuvõimalused jääda aga kokkuvõttes äriühingute poolt üldsegi kasutama.<sup>36</sup>

Olukorda raskendab veelgi asjaolu, et juhtkonna neutraalsuse põhimõtte äriühingu siseseks kohaldamiseks on vajalik kvalifitseeritud häälteenamust. Äriühingutes, kus kontrolli omab üks suuraktsionär sellist probleemi ei teki. Kvalifitseeritud häälteenamuse nõue raskendab kindlasti äriühingu hilisemaid juhtkonna neutraalsuse põhimõtte ülevõtmise katseid, sest sellega antakse suur jõud suuraktsionäridele, kelle hääل ilmselt saab kokkuvõttes otsustavaks.

<sup>36</sup> P. L. Davies, E.-P. Schuster, E. Van de Walle de Ghelcke (Viide 4), lk. 26.

Üldjoontes peetakse taolisi direktiivi sätteid halva stiili näideteks, sest direktiivi sätted peaksid välistama sarnaste olukordade tekke nagu koordinatsiooni probleemid ja samuti peaks välistatud olema olukorrad, kus juhtkond peaks direktiivi sätete kohaldamiseks ise kontrolli haarama.<sup>37</sup>

Teiseks ülevõtmisdirektiivist tulenevaks võimaluseks on äriühingutel lisaks vabatahtlikule juhtkonna neutraalsuse põhimõttele õigus valida ka vastastikkuse põhimõtte kohaldamine (Alt vasakult teine tulp jooniselt 2). Juhul, kui aktsionärid otsustavad siiski juhtkonna neutraalsuse põhimõtte äriühingu siseselt oma põhikirja sisse viia, siis vastastikkuse põhimõtte lisamine ei pruugi neile enam atraktiivne tunduda. Nimelt tulenevalt ülevõtmisdirektiivi artikli 12 punktist 5 tuleb vastastikkuse põhimõtte vastuvõtmise nõusolekut põhikirjas uuendada iga 18 kuu järel<sup>38</sup> või vastasel juhul ei ole äriühingul võimalik seda ülevõtmise takistamiseks kohaldada.<sup>39</sup>

Kui vastastikkuse põhimõtet on siiski otsustatud kohaldada, tuleks arvestada, et sellega võidakse vähendada teiste konkureerivate pakkumiste arvu. Nimelt ülevõtjal, kes ei lähtu juhtkonna neutraalsuse põhimõttest, on tänu vähemale seotusega aktsionäridest võimaline tegema tunduvalt eesmärgipärasemaid ja vajadusel ka kõrgemaid pakkumisi kui juhtkonna neutraalsuse põhimõttest lähtuv äriühing. Kahjuks aga selliste äriühingute ülevõtmispakkumised vastastikkuse põhimõtte rakendamisega sageli välistatakse, sest siinkohal on kaitsemeetmete rakendamise otsustamine juhtkonna pädevuses, kes sageli võivad oma ametikoha kaotamise kartuses nurjata ka väärtust suurendavad ülevõtmispakkumised. Järelikult vastastikkuse põhimõtte kohaldamine siinkohal tõrjub ka paljud aktsionäridele soodsamad pakkumised.<sup>40</sup>

Samuti tuleks silmas pidada, et juhtkonna neutraalsuse põhimõtet mittekohaldava äriühingu juhtkonnal on suurem vabadus pakkuda sihtemitendi juhtkonnale erinevaid kokkuleppeid ja sellega säilitada siiani efektiivselt toiminud sihtemitendi juhtkond. Samas tuleks siinkohal arvestada riskiga, et sihtemitendi juhtkond ei pruugi kokkulepete sõlmimisel arvestada ainult aktsionäride huvidega. On selge, et ülevõtmispakkumise tegemise järgsel perioodil võib suurenedagi sihtemitendi juhtkonna mõjutamise oht. Nimelt olukorras, kus ülevõtja ei kohalda

---

<sup>37</sup> P. L. Davies, E.-P. Schuster, E. Van de Walle de Ghelcke (Viide 4), lk. 26-27.

<sup>38</sup> See tähendab, et iga 18 kuu tagant on vaja vastastikkuse põhimõtte kohaldamiseks saada aktsionäridelt uus nõusolek.

<sup>39</sup> B. J. Clarke (Viide 10), lk. 4.

<sup>40</sup> P. L. Davies, E.-P. Schuster, E. Van de Walle de Ghelcke (Viide 4), lk. 27.

juhtkonna neutraalsuse põhimõtet, võivad sihtemitendi juhtkonna liikmed lähtuda ülevõtmisprospektile omapoolse arvamuse andmisel just ülevõtja poolt pakutavatest kokkulepetest, mille läbi ei pruugi ülevõtmispakkumisele antav hinnang olla erapooletu. Kahjuks puuduvad hetkel konkreetsed sätted, mis välistaksid huvide konfliktis tegutsevate juhtkonna liikmete otsustusõiguse aktsionäridele antava arvamuse koostamisel.<sup>41</sup>

Ka Eestis ei ole ülevõtmispakkumisreeglitesse vastavat käsitlust sisse viidud. Olgugi, et ülevõtmisdirektiivist lähtuvalt on selliste kokkulepete tegemine keelatud, on sageli nende sõlmimist raske tõendada. UK-s läbi viidud uuringus, milles analüüsiti 39 ülevõtmispakkumist, selgus, et 31% juhtkonna liikmetest keeldusid ülevõtmisprospektile arvamuse avaldamisest ja 69% olid selleks valmis. Samas selgus, et ainult 29% juhtudest jätkas uues juhtkonnas vähemalt mõni arvamust avaldanud juhtkonna liige. Teisel 29% juhtudest ei jätkanud arvamust avaldanud juhtidest uues juhtkonnas mitte ükski.<sup>42</sup> Järelikult võib võimalike kokkulepete sõlmimine kahjustada nii aktsionäre kui ka äriühingut tervikuna. Olukorras, kus ülevõtja ei lähtu juhtkonna neutraalsuse põhimõttest, on ülevõtjal suurem vabadus soodsate kokkulepete tegemiseks sihtemitendi juhtkonna liikmetele, sest paljudel juhtudel ei pea ta küsima eelnevat üldkoosoleku nõusolekut. Sellest lähtuvalt võib vastastikkuse põhimõtte teatud juhtudel tagada aktsionäridele suurema kaitse, kohustades ülevõtjat lähtuma samadest reeglitest, mis sihtemitent ja vähendades sellega kahe äriühingu vahelisi erinevusi.

Juhul, kui liikmesriik otsustab juhtkonna neutraalsuse põhimõtte kohustuslikuks muuta ja jätab äriühingutele võimaluse valida, kas kohaldada vastastikkuse põhimõtet või mitte, jääb vastastikkuse põhimõtte põhikirja kaasamise otsustusõigus äriühingu aktsionäridele. Olles andnud nõusoleku, on juhtkonnal teatud ülevõtmispakkumiste ilmnemisel võimalik kiirelt ja efektiivselt tegutseda, võimaldades kasutada erinevaid kaitsemeetmeid ilma aktsionäridelt enam täiendava nõusoleku küsimiseta.<sup>43</sup> Olgugi, et vastastikkuse põhimõtte vajab üldkoosoleku nõusoleku uuendamist iga 18 kuu tagant, tagaks see paljudes olukordades äriühingu ja kokkuvõttes ka aktsionäride suurema kaitse väärtust vähendavate ülevõtmiste korral. Käesolev lahendus kaitseb kõige paremini just äriühinguid, kus aktsiakapital on

---

<sup>41</sup> B. J. Clarke. Takeover Regulation: Through the Regulatory Looking Glass (July 24, 2007). CLPE Research Paper No. 18/2007, lk. 25. Kättesaadav internetis: <http://ssrn.com/abstract=1002675>

<sup>42</sup> B. J. Clarke (Viide 25), lk. 29.

<sup>43</sup> P. L. Davies, E.-P. Schuster, E. Van de Walle de Ghelcke (Viide 4), lk. 28.

jaotunud paljude väiksemate aktsionäride vahel, sest see võimaldab ennetavalt anda kaitsemeetmete kohaldamise õigus juhtkonnale, kes suudab ilmselt tänu paremale struktureerimisele kiiremini õigeid ja adekvaatseid otsuseid vastu võtta.

### **1.5 Mõiste “kooskõlastatult tegutsevad isikud” ja selle mõju ülevõtmisele**

Pidades silmas eelnevates punktides kirjapandut, võib Eesti äriühingutele ebasoodsateks osutada ka teised VPTS-is sätestatud õigusnormid. Eelkõige peab autor siinkohal silmas mõiste “kooskõlastatult tegutsevad isikud” definitsiooni, millest oleneb nii kohustusliku ülevõtmispakkumise tegemise kohustuse, kui ka juhtkonna neutraalsuse põhimõtte kohaldamise algus. Lähtuvalt VPTS § 166 lg-st 1 on sihtemitendi üle valitseva mõju otse või kooskõlastatult tegutsevate isikutega koos saanud isik kohustatud 20 päeva jooksul valitseva mõju saamisest arvates tegema ülevõtmispakkumise sihtemitendi kõigi aktsiate suhtes.

Selleks, et pakkuda rahvusvahelistele investoritele suuremat õiguskindlust seoses sellega, mil määral võivad nad üksteisega koostööd teha, ilma et nende tegevust käsitletaks kooskõlas tegutsemisena ja ilma et valitseks oht, et nad peaksid tegema kohustusliku pakkumise, tuleks esiteks selgitada mõistet „kooskõlas tegutsevad isikud“. VPTS § 169 lg 1 järgi tuleb kooskõlastatult tegutsevateks isikuteks lugeda isikuid, kes on seotud isikud ja muud isikud, kes kas üksinda või koos teiste isikutega tegutsevad koos ülevõtmispakkumiseks kohustatud isikuga või ülevõtmispakkumist tegeva isikuga (edaspidi *ülevõtja*) või sihtemitendiga suulise või kirjaliku kokkuleppe alusel eesmärgiga kas saavutada valitsev mõju sihtemitendi üle või seda säilitada või suurendada või nurjata ülevõtmispakkumine. Praegusel juhul on mõiste defineeritud üldiselt ja võib jääda arusaamatuks, keda ja millises olukorras täpsemalt loetakse kooskõlastatult tegutsevateks isikuteks, sest aktsionärid kipuvad enamus juhtudel ikkagi teatud määral koostööd tegema. Kahjuks nii EL-i kui ka siseriiklikul tasemel puuduvad vastavad seletused, mis aitaksid käesoleva mõiste tõlgendamist liikmesriikides ühtlustada ja seda probleemi lahendada.

Mõiste „kooskõlastatult tegutsevad isikud“ ebakorrekne defineerimine või liigselt avatud tõlgendamine võib kahjustada eelkõige väike aktsionäride huvisid. Näiteks direktiivis sätestatud kohustusliku ülevõtmispakkumise tegemise kohustus ei hõlma endas varjatud *de facto* kontrolli omavat aktsionäri, kes on ülevõtmispakkumisest kõrvalehiilimiseks valmis osa oma aktsiatest kolmandale isikule müüma (näiteks investeerimispangad). Üldjuhul jääb kontroll sellega veel müüjale, kes on sageli jätnud endale aktsiate tagasiostuõiguse, mis

võimaldab tal pakkumise hilisemas staadiumis oma aktsiad uuesti tagasi osta, vältides sellega kohustusliku ülevõtmispakkumise tegemist teistele aktsionäridele. Ohu olulisust näitab ka tõsiasi, et käesolevat lähenemist on juba mitmetes äriühingutes kasutatud. Näiteks on sama olukord analüüsimist leidnud ka SAI/Fondiarria ja Banca Antonveneta kaasuses.<sup>44</sup>

Käesoleva mõiste vähene defineerimine võib samas ka vähendada aktsionäride aktiivsust äriühingu otsuste tegemisel. Nimelt konkreetsete piiride puudumine vähendab aktsionäride võimalusi ühiste otsuste tegemisel, sest aktsionärid võivad koostöösse suhtuda ettevaatlikult, et mitte sattuda olukorda, kus nad peaksid tegema ühise ülevõtmispakkumise. Lähtuvalt VPTS § 168 lg-st 1 ei ole selge, millistel juhtudel võivad aktsionärid kokkuleppeid sõlmida. Aktsionäride ühine tegevus on samas äriühingu juhtimisel ja arendamisel olulise tähtsusega, võimaldades läbi viia suuremaid muutuseid äriühingu tegevuses. Järelikult ei tohiks „kooskõlastatult tegutsevate isikute“ mõistega takistada üldist äriühingu arengut. Meeles tuleks pidada, et paljudel juhtudel ei ole aktsionäride kokkulepped juhitud kontrolli saavutamise äriühingus vaid äriühingu töö efektiivsemaks muutmisest.<sup>45</sup>

Definitsiooni puudujäägid võivad viia õigusliku ebakindluse, mille tulemusi on raske ette arvata. Kooskõlastatult tegutsevate isikute määramise probleem tõusetub eelkõige piiriüleste ülevõtmispakkumiste korral, sest riiklikud kohtud võivad kooskõlastatult tegutsevate isikute mõistet erinevates riikides tõlgendada erinevalt. Isegi, kui kohus tuvastab poolte vahel kooskõlastatud tegevuse, ei pruugi kohtuotsuse tegemise hetkeks sellel enam mingit olulist väärtust olla. Ilmselt on tagantjärele raske juba äriühingus toimunud muudatusi olematuks teha ja sellest lähtuvalt ei pruugi hagi oma tegelikku eesmärki kanda. Teine võimalus oleks kooskõlastatult tegutsenud isikute sanktsioneerimine, kuid siinkohal tekitab küsitavusi, kellele ja kui suures ulatuses tuleks hüvitist maksta.<sup>46</sup> Järelikult ei peitu lahendus siinkohal mitte suuremas järelvalves ja sanktsioonides vaid mõiste definitsioonis.

Kuna tegu on ülevõtmispakkumiste tegemise juures väga olulise mõistega, siis tuleks selguse mõttes see paremini lahti mõtestada. Probleem puuduks, kui tehingud toimuksid ainult riigisiselt, kuid üha enam tehakse tehinguid piiriüleselt ning teatud ühtlustamine ja selgus oleks vajalik. Ilmselt oleks naiivne loota, et lähiajal EL-i tasemel keegi ühtse mõiste välja töötaks ja selle ka kohustuslikuks muudaks. Järelikult tuleks selgus luua riigisiselt, et ka välisinvestorid saaksid ennast kindlamalt tunda. Siinkohal tasuks tähelepanu pöörata

---

<sup>44</sup> T. Papadopoulos (Viide 5), lk. 529.

<sup>45</sup> Samas, lk. 529.

<sup>46</sup> Samas, lk. 530.

erinevatele liikmesriikide lähenemistele, eelkõige UK-le, mis on kõige aktiivsem ülevõtmisturg EL-is.

Põhjus, miks mõiste „kooskõlastatult tegutsevad isikud“ on üldse reguleeritud, on asjaolu, et välistada kohustuslikust ülevõtmispakkumisest kõrvale hiilimine. Kui kohustusliku ülevõtmispakkumise tegemise kohustus kohalduks ainult juhul, kui üks aktsionär ületab ettenähtud lävendi, oleks lihtne sellest tulenevaid tagajärgi vältida ja aktsionäril oleks võimalus edukalt teiste aktsionäridega kokkuleppeid sõlmida, vältides sellega kohustusliku ülevõtmispakkumise tegemist. Selleks, et välistada erinevad arusaamad käesoleva mõiste tõlgendamisel, tuleks seaduse tasandil või läbi lisatud juhendite välja tuua olulisemad ja sagedamini esinevad olukorrad, millal isikuid saaks lugeda kooskõlastatult tegutsevateks.

Eeskuju võiks võtta Itaalia, kus ülevõtmiste määruse artiklis 109 on välja toodud rida näiteid, millistel juhtudel eeldatakse poolte koostööd. Näiteks äriühing koos aktsionäridega ja tema tütarettevõtte, äriühing ja tema juhtkond, aktsionäride kokkuleppe pooled, kui kokkuleppe puudutab aktsiatehinguid või hääleõigust. Olukorras, kus üks neist osapooltest omandab näiteks 25% sihtemitendi aktsiatest ja teine omandab 9%, siis on nad nii eraldi kui ka koos kohustatud tegema (Itaalias on kohustusliku ülevõtmispakkumise tegemise lävendiks 30% kõigist hääleõiguslikest aktsiatest) kohustusliku ülevõtmispakkumise. Siinkohal peaks lisama, et reeglist kõrvalekaldumise vältimiseks loetakse Itaalias kooskõlastatud tegutsemiseks ka olukordi, kus aktsiate omandamise hetkel kokkuleppe puudus, kuid see sõlmiti 1 aasta jooksul aktsiate omandamisest. Näiteks juhul, kui isik omandab 25% sihtemitendi aktsiatest, mõni nädal hiljem omandab teine isik 9% samast sihtemitendist ja peale seda 1 aasta jooksul sõlmivad pooled omavahel aktsionäride kokkuleppe, siis neid käsitletakse kui kooskõlas tegutsevaid isikuid ja nad peavad tegema ülevõtmispakkumise teistele aktsionäridele.<sup>47</sup>

Sellist lähenemist saab välja lugeda ka Eesti õigusest (VPTS § 169 lg 1), kuid meil puudub konkreetne loetelu olukordadest, mis võimaldaks kiireid ja konkreetseid järeldusi teha. Nimelt lasub VPTS § 169 lg-st 1 lähtuvalt tõendamiskoormis isikul, kes seab kahtluse alla aktsionäride tegevuse erapooletuse. Konkreetsema nimekirja lisamine võimaldaks tõendamiskoormise tõsta hagejalt kostjale, mis juba oma olemusest lähtuvalt paneks aktsionäre enne tegutsemist mõtlema. Olgugi, et selline lähenemine aitaks jaotada tõendamiskoormist ja võimaldaks mõistele anda selgemad piirid, siis kahjuks ei lahendaks see

---

<sup>47</sup> M. Ventoruzzo. The Thirteenth Directive and the Contrasts Between European and U.S. Takeover Regulation: Different (Regulatory) Means, Not so Different (Political and Economic) Ends? - Bocconi Legal Studies Research Paper No. 06-07, lk. 57. Kättesaadav internetis: <http://ssrn.com/abstract=826804>

täielikult tõstatatud probleemi. Nimelt puuduvad Eestis vastavad sanktsioonid ja kiire menetlus. Sellest lähtuvalt võib jääda arusaamatuks, kellele ja kui suures ulatuses tuleks hüvitist maksta. Siiski on vajalik käesolev mõiste defineerida piisava täpsusega, et vähendada võimalikke arusaamatusi. Konkreetsus ja piisav põhjalikkus mõiste avamisel võimaldaks eelkõige kiirendada menetluse protsessi ja aitaks teatud juhtudel ka ennetada tekkida võivaid vaidlusi.

Teise eeskujuna võiks esile tuua UK ja Iirimaa, kus ühinemisi ja omandamisi reguleerivates koodeksites (vastavalt *City Code* ja *Irish Takeover Panel Rules*) on lähenetud käesoleva mõiste defineerimisele tunduvalt vabamalt ja võimaldatud teatud juhtudel välistada kokkuleppeid sõlminud aktsionäride kooskõlastatult tegutsevate isikutena käsitlemise. UK ekspertide kogu (*UK Takeover Panel*) on asunud seisukohale, et ainult aktsionäride poolt esindajate määramisest ja hääletamiskokkulepete sõlmimisest lähtuvalt ei saa neid automaatselt kooskõlastatult tegutsevateks isikuteks lugeda. Samuti ei saa igas olukorras sellisteks isikuteks pidada ka aktsionäre, kes on kas ülevõtja või sihtemitendiga sõlminud tagasivõtmatuid hääletuskokkuleppeid. Siiski tuleks lisada, et tagasivõtmatute kokkulepete korral saab pooli lugeda kooskõlastatult tegutsevateks juhul, kui sellega on ülevõtjale või sihtemitendile antud võimalus kasutada aktsiatest tulenevat hääleõigust või täielik kontroll aktsiatega seotud õiguste üle.<sup>48</sup>

UK ekspertide kogu on leidnud, et kooskõlastatult tegutsevateks isikuteks tuleks lugeda isikuid, kes on hääletamiskokkuleppe sõlminud pikemaks ajaks kui seda on ülevõtmispakkumise periood või kui tegutsetakse ühiselt ka pärast kokkuleppe kehtivuse lõppemist. Siiski tasuks ära märkida, et isegi juhul, kui kokkuleppe pooled tegutsevad kooskõlastatult eesmärgiga, ei ole neil keelatud ülevõtmispakkumist nurjata. Ainsaks ülevõtmispakkumisest tulenevaks tagajärjeks on kohustusliku ülevõtmispakkumise tegemise kohustus.<sup>49</sup>

---

<sup>48</sup> B. J. Clarke (Viide 10), lk. 15.

<sup>49</sup> Samas, lk. 15.

## 2. Audiitori roll ülevõtmispakkumisel

### 2.1 Audiitori töö aluspõhimõtted

Läbi ajaloo on audiitorite tööd loetud sarnaselt arstide, advokaatide ja arhitektide töödega, konservatiivseks tegevuseks. Muudatused nendel erialadel toimusid aeglaselt ning sageli laiale avalikkusele märkamatuks. Nüüdseks on vastuolud, mis teevad võimatuks audiitorite tegevuse jätkamise, muutunud 20–30 aastat tagasi kehtestatud reeglite järgi eriti silmatorkavaks. Eelmise aastakümne lõpus puhkenud ülemaailmne kriis, kust pole tänaseks veel suudetud väljuda, süvendas veelgi lõhet investorite ja avalikkuse vahel. Olulist rolli on selle lõhe tekkimisel mänginud ka mitmete pangajuhtide ja rahvusvaheliste gruppide varguste ja pettustega seotud skandaalid, mille eest osa vastutusest lasub ka avalikkuse ja investorite arvates audiitoritel, kes ei suutnud õigel ajal avastada ja avalikustada firmajuhtide ebaseaduslikku tegevust.<sup>50</sup>

Viimasel paaril aastakümnel on palju tegeletud audiitori sõltumatuse küsimusega nii siseriiklikul kui ka rahvusvahelisel tasandil. Audiitori aruanne finantsaruannete kohta on väga olulise tähtsusega, kuna aktsionärid, pangad ja finantsanalüütikud tuginevad tavaliselt oma investeerimisotsuste tegemisel ja laenu andmistel suures osas just finantsaruannetes sisalduvale informatsioonile. Kuigi aruanne käsitleb kõikide finantsaruannete auditite puhul, kas finantsaruanded on koostatud kõigis olulistes osades kooskõlas rakendatava finantsaruandluse raamistikuga ja ei kindlusta näiteks majandusüksuse tulevast elujõulisust ega majandusüksuse äritegevuse juhtimise tõhusust või tulemuslikkust.<sup>51</sup>

Erinevate äriühingu käekäiku puudutavate andmete avaldamise kontseptsioon on pikka aega olnud ühingu- ja väärtpaberituru õiguse lahutamatuks osaks. Esimest korda leidis see kontseptsioon põhjalikumat kajastamist 1933. ja 1934. aasta USA-s läbi viidud seadusmuudatustes, millega pandi alus laialdasemale äriühingu andmete avalikustamise kohustusele. Juba siis oli selge, et ainsaks võimalikuks viisiks suurte äriühingute juhatuste seaduskuulekuse ja äriühingu tegevuse läbipaistvuse tagamiseks on vajalik äriühingu tegevust

---

<sup>50</sup> Donoway Group. Muutuste tuuled on jõudnud ka audiitoriteni. Kättesaadav internetis: <http://www.donoway.eu/et/blogs/muutuste-tuuled-joudnud-ka-audiitoriteni>

<sup>51</sup> ISA (EE) 200, lk. 10, p. A1.



teatud ulatuses avalikustada.<sup>52</sup>

Tänapäeval peetakse andmete avalikustamist üheks kõige efektiivsemaks vahendiks äriühingute tegevuse läbipaistvuse tagamisel. Peamiseks põhjuseks on asjaolu, et sellega piiratakse kõige vähem asutamisvabadust ja vaba konkurentsi. See on eelkõige oluline olukorras, kus puuduvad paremad ja efektiivsemad vahendid ühingute tegevuse kontrollimiseks. Äriühingute tegevuse teatud aspektide avalikustamine võimaldab kasutada tunduvalt paindlikumaid vahendeid turu läbipaistvuse saavutamiseks, kui seda on konkreetsed ja sageli teatud määral põhiõigusi piiravad regulatsioonid. Samas esineb ka väiteid, et turg suudab ise oma efektiivsuse tagada. Siiski reaalsus tõestab vastupidist. Kui turg suudaks üksi oma efektiivsust tagada, ei oleks esinenud nii palju Enroni sarnaseid juhtumeid, mille tagajärjel vähenes oluliselt äriühingute ja kogu väärtpaberituru usaldusväärsus.<sup>53</sup>

Kaasaegse ühinguõiguse teooria järgi aitab kohustuslik andmete avaldamine kaasa ühingute juhtimise efektiivsemaks muutmisele. Näiteks võimaldab see aktsionäridel ülevõtmispakkumise tegemise järgselt vastu võtta paremaid otsuseid ja samuti aitab see paremini hinnata juhtkonna tööd. Euroopa ekspertide grupp (*High Level Group*) on soovitanud, et avalikul turul noteeritud ühingud peaksid täielikult avaldama oma kapitali- ja kontrollstruktuuride ülesehituse, et võimaldada turul paremini reageerida võimalikele äriühingus üles seatud kaitsemeetmetele. Samuti on soovitusel välja toodud, et väärtpaberiturul noteeritud äriühingud peaksid ka lühidalt kirjeldama oma juhtimisstruktuuri ja –praktikat, olenemata, kas see on seadusega kohustuslikuks tehtud või tuleneb kohustus ainult põhikirjast. Selles kontekstis tuleks avalikustada näiteks äriühingu suuraktsionärid, aktsionäride õigused (eriti väikeaktsionäride), informatsioon juhtkonna ja audiitorite kohta (eelkõige nende sõltumatuse ja tasustamise kohta), ühingusisene riskimaandamise süsteem, jne. Kokkuvõttes võib öelda, et tuleks koostada nimekiri avaldamisele kuuluvatest asjaoludest, mis võimaldaks aktsionäridel või investoritel paremini erinevaid äriühinguid hinnata.<sup>54</sup>

Üha kiiremini arenevas majanduskeskkonnas on oluline, et äriühingute poolt antavad andmed oleks usaldusväärsed. Ilma usalduseta on investoritel, aktsionäridel ja kõigil teistel huvitatud isikutel raske teha adekvaatseid otsuseid, mis viiks olukorrani, kus ei ole võimalik hinnata

---

<sup>52</sup> K. J. Hopt. *Modern Company and Capital Market Problems: Improving European Corporate Governance after Enron*. After Enron, Improving Corporate Law and Mornising Securities Regulation in Europe and U.S., pp. 445-496, J. Armour, J. A. McCahery, eds., Oxford (Hart), 2006, lk. 462.

<sup>53</sup> Samas, lk. 463.

<sup>54</sup> Samas, lk. 464.

enam ühingus ja sellest lähtuvalt ka majanduses toimuvat. Selleks, et tagada läbipaistvus ja kindlus, peavad huvitatud isikuteni jõudvad andmed olema kontrollitud ja neid peab olema võimalik võrrelda. Eelkõige tuleks silmas pidada, et turuosaliste huvi on saada ettevõtete majandustulemuste kohta kindlustunnet. Siinkohal lasub suur vastutus audiitoritel, kelle ülesandeks on kontrollida andmete õigsust ja läbi selle tagada selge ja läbipaistev kontrollstruktuur.<sup>55</sup>

Raamatupidamine, auditeerimine ja auditeeritud rahandusliku ja mitterahandusliku informatsiooni avalikustamine on hädavajalik eeldus väärtpaberi- ja kapitalituru korrektseks toimimiseks. Kaasaegse ühinguõiguse raamtingimuste regulatsiooni raportis („*Winter Report*“) on ühinguõiguse eksperdid öelnud, et raamatupidamine ja auditeerimine on korporatiivse valitsemissüsteemi üheks peamiseks fundamentaalseks elemendiks. Samuti on rõhutatud, et finants- ja mittefinantsinformatsiooni avaldamise kohustus on oluline vahend ühingute juhtimise jälgimiseks. Auditeerimine võimaldab anda ülevaate ühingu finantsstaatuses ja toimimisest kindlas ja võrreldavas tähenduses, pidades silmas kehtivaid seadusi, regulatsioone, reegleid ja üldiselt omaksvõetud auditeerimise põhimõtteid. Sõltumatute professionaalide poolt koostatud finantsalased auditid peaksid tagama ühingu juhtkonna poolt koostatud aruannete vastavuse kehtivatele reeglitele. Äriühingu aruannete kontrollimise ja avaldamise eesmärgiks on ühingu juhtimise ja ühingu hetkeseisu usaldusväärsuse tagamine.<sup>56</sup>

Siiski ei pruugi see alati nii olla. Enron, WorldCom, FlowTex, ComRoad, Balsam Procede, Bremer Vulkan, MLP, Credit Lyonnais, Vivendi ja paljud teised suured auditite läbikukkumise juhtumid on headeks näideteks, kui oluline võib olla audiitori roll äriühingu varade hindamisel ja kui kergesti võib audiitor olla mõjutatav. Seetõttu võib järeldada, et on väga oluline, et siseriiklikult oleks tagatud audiitori sõltumatus oma kliendist.

---

<sup>55</sup> M. Bajaj, K. Gunny, A. Sarin. Auditor Compensation and Audit Failure: An Empirical Analysis (February 27, 2003). - EFA 2003 Annual Conference Paper No. 681, lk. 3. Kättesaadav internetis: <http://ssrn.com/abstract=387902>

<sup>56</sup> W. F. Ebke. Corporate Governance and Auditor Independence: Battle of the Private Versus the Public Interest – Reforming Company and Takeover Law in Europe. Oxford University Press, 2004, lk. 508.

## 2.2 Audiitori sõltumatus

Audiitor omab olulist rolli ka aktsiate ülevõtmise situatsioonis. Nimelt ÄS § 363<sup>4</sup> lg 1 järgi peab põhiaktsionär üldkoosolekule esitama kirjaliku aruande (ülevõtmisaruaruande), kus selgitatakse ja põhjendatakse vähemusaktsionäridele kuuluvate aktsiate ülevõtmise tingimusi ning aktsiate eest makstava hüvitise suuruse määramise aluseid. Sama paragrahvi lg 2 järgi peab ülevõtmisaruanne kontrollima audiitor, kes koostab kontrolli kohta kirjaliku aruande, milles tuleb eelkõige näidata, kas põhiaktsionäri poolt määratud hüvitise suurus vastab ÄS §-is 363<sup>2</sup> sätestatule. Otseselt eelnevad sätted probleeme ei tekita, kuid probleem võib tekkida lg 3 kohaldamisel, mille järgi määrab kontrolli teostava audiitori põhiaktsionär.

Tekib küsimus, kas audiitori määramine põhiaktsionäri poolt tagab ikka kõige selgema ja erapooletuma hinnangu aruandele või mitte. Nimelt kontrollib põhiaktsionär auditi eest makstavate tasude suurust ja asub selle läbi positsioonil, mis võimaldab tal audiitorile survet avaldada, ähvardades kasvõi lepingu audiitoriga lõpetada, kui ta ei tegutse vastavalt põhiaktsionäri juhistele. Kuivõrd ülevõtmise ajahetke ja hüvitise suuruse määrab põhiaktsionär, kes on ühtlasi ka hüvitist tasuma kohustatud subjektiks, ei saa välistada kuritarvituste riski, mis seisneb liiga madala hüvitise pakkumises.<sup>57</sup> Kuigi audiitor on eelkõige huvitatud kliendi finantsnäitajatest, raportitest ja sisekontrollist, siis kahjuks ei saa jätta mainimata, et ta on huvitatud ka oma tasu suurusest ja klientide heaolust. Kui klient ei ole edukas, siis lõppkokkuvõttes kaotab ka audiitor oma sissetuleku. Samuti võib põhiaktsionär vajadusel ka audiitorit vahetada või halvemal juhul hoopis hoiduda tasu maksmisest.

Ilmselt oleks naiivne eeldada, et põhiaktsionär jätkaks ülevõtmisaruaruande kontrollimisel oma õiguse audiitorit valida kasutamata. Lähtuvalt kehtivast seadusandlusest ei ole kuidagi välistatud, et põhiaktsionäri poolt määratud audiitor ei ole varem põhiaktsionäriga töösuhetes olnud või et nad ei ole töösuhetes (lisaks ülevõtmisaruaruande kontrollimisel tekkivale töösuhtele) ka ülevõtmisaruaruande kontrollimise hetkel. Üldjuhul valitakse audiitor ikkagi lähtuvalt varasemast kogemusest ja sellest tulenevalt võivad pooled olla ka omavahel tugevamalt seotud. Järelikult ei pruugi audiitor tegutseda ülevõtmisaruaruande kontrollimisel põhiaktsionärist sõltumatult, mille tagajärjel võivad väikeaktsionärid ilma jääda õiglasest hüvitisest.

---

<sup>57</sup> T. Bartels. Tühjaks pigistamise seadustamisest Eesti äriõiguses: äriseadustiku §-d 363<sup>1</sup>–363<sup>10</sup>. Juridica 2004, nr. 2, lk. 90.

Nii Eestis kehtiva auditeerimiseeskirja<sup>58</sup>, kui ka IFAC standardite<sup>59</sup> järgi peab audiitor lisaks muudele omadustele olema oma töös ka sõltumatu. Sõltumatus ongi see, mis teeb kontrollitavast isikust audiitori, sest kuigi audiitor raporteerib auditeerimistulemusest otseselt omanikule, on selge, et tema aruande vastu tunnevad huvi ka muud huvigrupid nagu avalikkus, investorid, jne. Sõltumatu audiitori objektiivne „teine arvamus“ väljaandja aruannetele on see, mis annab investoritele ja teistele huvitatud isikutele kindlustunde aruannete usaldusväärsusest. Sõltumatus on samuti peamiseks viisiks näidata avalikkusele ja seadusandjatele, et audiitorid ning audiitorühingud täidavad oma ülesandeid tasandil, mis vastab loodud eetilistele reeglitele, eelkõige aususele ja objektiivsusele. Audiitori elukutse väärtus seisnebki sõltumatu hindaja rollis, kelle töö tulemuseks on usaldusväärne ja tõepärane informatsioon.<sup>60</sup>

On mitmeid erinevaid arvamusi, mis toetavad fakti, et audiitorite sõltumatus on viimastel aastakümnetel tunduvalt vähenenud. Frankeli poolt 2002. aastal läbi viidud uuringus selgus, et audiitorid nõustuvad vaikinisi klientide nõudmistega, kui nad pakuvad klientidele samaaegselt auditiga ka mitte-auditi teenuseid. Ligikaudu 1/3 uuritud 3074-st äriühingust maksid audiitorühingule rohkem konsultatsiooniteenuste kui audiitorteenuste eest ning, et ühingud, mis kasutasid audiitoreid konsultantidena, said suurema tõenäosusega tulu. Sama tendentsi toetab ka Hollandis läbi viidud uurimus, mille käigus selgus, et audiitorid on valmis ebaeetiliselt käituma, kui see väldib kliendi lahkumist ning on väike risk, et sellega kahjustatakse nende enda huvi.<sup>61</sup> Kindlasti kahjustab selline käitumine tõsiselt audiitori ameti põhimõtteid ning on selge, et audiitorite sõltumatus on oluline osa läbipaistva ettevõtlusmaastiku tagamiseks. Järelikult ei peaks audiitorühingud ootama oma audiitoritelt, et nad oleksid võimelised takistama klientide lahkumist konfliktisituatsioonides. See võimaldaks vähendada audiitoritele osutatavat survet, ilma et nad peaksid vastu võtma oma karjääri kahjustavaid otsuseid.<sup>62</sup>

---

<sup>58</sup> Auditeerimiseeskiri. RT I 2010, 10, 21 ja RT I, 29.12.2010, 129

<sup>59</sup> IFAC Rahvusvahelised Auditeerimisstandardid. Väljaandja Eesti Audiitorkogu 2003.

<sup>60</sup> H.Kask (Viide 3), lk. 24.

<sup>61</sup> M. van Dijk. The Influence of Publication of Financial Statements, Risk of Takeover and Financial Position of the Auditee on Public Auditor's Unethical Behaviour. Journal of Business Ethics, vol. 28, Issue 4, lk. 302.

<sup>62</sup> H.Kask (Viide 3), lk. 28.

Audiitori sõltumatuse probleem leidis äramärkimist juba 1996. aastal Euroopa Komisjoni dokumendis „*Green Paper*“<sup>63</sup>.<sup>64</sup> Pärast 1998. aasta Euroopa Komisjoni teatise „Põhikirjajärgne audit Euroopa Liidus, tee edasi“<sup>65</sup> ilmumist loodi Euroopa Ühenduse Auditeerimiskomitee, mille peamiseks eesmärgiks oli audiitorite sõltumatuse probleemi lahendamine. Samuti avaldas 2002. aasta aprillis Euroopa Komitee Winter Grupi raporti, milles käsitleti sügavamalt audiitori sõltumatust puudutavaid küsimusi.<sup>66</sup>

Töö tulemusena võeti 2002. aasta 16. mail vastu Euroopa Komisjoni Soovitused (2002/590/EC)<sup>67</sup> (edaspidi Soovitused), mille eesmärgiks oli harmoniseerida audiitorite sõltumatuse küsimuse reguleerimist EL-i piires. Siiski ollakse arvamisel, et praeguseks hetkeks kehtestatud reeglid ei ole piisavad. Seda toetab ka fakt, et paljude finantsskandaalide puhul ei ole audiitorid avalikkust ohtudest teavitanud. Selle tulemusena on auditite usaldusväärsus avalikkuse silmis dramaatiliselt langenud. Nii USA-s kui EL-is ollakse teadlikud auditites kajastatava informatsiooni ja tegelikkuse vahel esinevast lõhest, mis kujutab endast tõsist ohtu audiitori elukutsele. On selge, et seadusandja peab reageerima. USA-s vastu võetud Sarbanes-Oxley akt<sup>68</sup> oli esimene oluline samm audiitori ameti usaldusväärsuse tõstmisele. Paljud selles käsitlemist leidnud reformidest nagu audiitorite ja kolmandate isikute vastutuse suurendamine on arutluse all ka paljudes EL-i liikmesriikides.<sup>69</sup>

Soovitustes selgitatakse, milline tegevus ei ole vastuvõetav. Näiteks ei tohi audiitor auditit läbi viia, kui tal on otsene või oluline kaudne finantshuvi auditi kliendi suhtes, lähedane perekonnaliige töötab auditeeritavas firmas juhtpositsioonil või kui ta saab proportsionaalselt ülemäära suure osa oma sissetulekust ühelt kliendilt. Sellest lähtuvalt peab audiitor huvide

---

<sup>63</sup> Green Paper. The role, the position and the liability of the statutory auditor within the European Union. 24. July 1996. The European Commission. Kättesaadav internetis: [http://europa.eu/documents/comm/green\\_papers/pdf/com96\\_338\\_en.pdf](http://europa.eu/documents/comm/green_papers/pdf/com96_338_en.pdf)

<sup>64</sup> K. J. Hopt (Viide 52), lk. 469.

<sup>65</sup> Communication from the Commission. Statutory Audit in the European Union: the way forward. 7. May 1998. Kättesaadav internetis:

<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:31998Y0508%2801%29:EN:NOT>

<sup>66</sup> H. Kask (Viide 3), lk. 25, 26.

<sup>67</sup> Commission Recommendation of 16 May 2002 Statutory Auditors' Independence in the EU: A Set of Fundamental Principles (notified under document number C(2002) 1873) (2002/590/EC). Kättesaadav internetis: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:32002H0590:EN:NOT>

<sup>68</sup> Public Law 107–204—July 30, 2002. An Act to protect investors by improving the accuracy and reliability of corporate disclosures made pursuant to the securities laws, and for other purposes. Kättesaadav internetis: <http://www.sec.gov/about/laws/soa2002.pdf>

<sup>69</sup> K. J. Hopt (Viide 52), lk. 469.

konflikti korral keelduma kliendi vastuvõtmisest. Samuti tuleks vastuvõetud tööst loobuda ka juhul, kui huvide konflikt ilmneb alles töö käigus. Soovituses on liikmesriikidele ette kirjutatud ainult miinimumnõuded ja vajadusel saavad liikmesriigid kehtestada ka rangemaid reegleid.<sup>70</sup>

Alates 2011.a. algusest on suurt vastukaja ja diskussioone tekitanud Euroopa Komisjoni „Green Paper”, kus analüüsitakse, mis takistab audiitoritel tänapäeval efektiivselt tegutseda suurt avalikku huvi pälvinud organisatsioonide nagu riigi-, finants- ja börsiettevõtete ning suurte rahvusvaheliste kontsernide tegevuse üle välist kontrolli teostava institutsioonina.<sup>71</sup>

Oluliste järeldustena on välja toodud järgnevad põhjused:

1. Investorid ja teised huvitatud isikud ootavad audiitoritelt suuremat kindlust aruandluse näitajate õigsuse osas, mitte ainult protsesside ja sisekontrolli efektiivsuse hindamist. Teisalt ei piisa paljudel juhtudel rahvusvaheliste standarditega sätestatud audiitori aruande lühivormist ettevõtte seisundi adekvaatseks hindamiseks väliskasutajate poolt. Audiitori aruanne jääb väliskasutajatele tihtipeale liiga lühikeseks ja hilineuks.
2. Süsteem, kus audiitorid vastutavad ettevõtte omanike ees, kuid audiitoreid kaasab ja neile maksab ettevõtte juhtkond, võib ohustada audiitorite sõltumatust, kuna ettevõtte juhtkond võib proovida mõjutada audiitori valikut ning audiitori tasu suurust oma huvidest lähtudes.
3. Üle 85% Euroopa Liidu börsidel noteeritud ettevõtetest auditeerivad nn Big Four audiitorühingud. Vaatamata rahvusvahelise kogemuse ja kompetentsi olemasolule on teiste auditivõrgustikele sisenemine sellele turule raskendatud.
4. Õiguslikud tõkked eksamite ning litsentsinõude näol igas EL-i riigis ei võimalda üksikutel audiitoritel pakkuda oma teenust vaba konkurentsi tingimustes EL-i ühtsel teenusteturul.
5. Audiitorite töö kvaliteeti kontrollivad iga EL-i riigi järelevalveorganid eraldi, mistõttu mitmes riigis korraga tehtavate auditite kvaliteeti hindab üks järelevalveorgan fragmentaarselt.
6. Kuigi väikese ja keskmise suurusega ettevõtete auditeerimine tõstab nende krediidiaringut, peavad nende ettevõtete omanikud auditit enamikul juhtudel siiski pigem liigseks halduskoormuseks.

---

<sup>70</sup> H. Kask (Viide 3), lk. 26.

<sup>71</sup> Donoway Group. Muutuste tuuled on jõudnud ka audiitoriteni. Kättesaadav internetis: <http://www.donoway.eu/et/blogs/muutuste-tuuled-joudnud-ka-audiitoriteni>

7. Väikeste audiitorfirmade seisukohast nõuete ja protseduuride maht, mida nad peavad tegema rahvusvaheliste auditeerimise standardite järgi, ei vasta nende klientide tegelikele vajadustele ja võimalustele.

Direktiivi muutuste eelnõu avaldamist on lükatud „Big Four” survele mitu korda juba edasi, kuna need firmad ei ole huvitatud meetmetest, mis võivad viia nende positsioonide nõrgenemiseni audiitorteenuste turul. Sellest lähtuvalt pehmendati esialgselt Euroopa Komisjoni siseturu ja teenuste voliniku Michel Barnieri radikaalseid ettepanekuid 30. novembril 2011.a. avaldatud eelnõus ning mõnede ettepanekute jõustamine lükati edasi.<sup>72</sup>

Eestis kehtiva auditeerimiseeskirja §-s 2 on välja toodud situatsioonid, millal on võimalik audiitori sõltumatust kahtluse alla seada. Peamisteks põhjusteks on äriühingu ja audiitori vahelised rahalised, ametialased või perekondlikud seosed. Olulisteks sõltumatust ohustavateks rahalisteks seosteks loetakse eelkõige audiitori otsest või kaudset olulises suuruses osalust kliendi äriühingus, laenu andmist kliendile või tema tegevjuhtkonna või kõrgema juhtorgani liikmele või olulist osalust omavale aktsionärile või osanikule või laenu võtmist neilt, kliendi või tema tegevjuhtkonna või kõrgema juhtorgani liikmega ühises tulu taotlevas koostööprojekti osalemist. Ametialaste seoste all peetakse siinkohal silmas olukordi, kus audiitorettevõtja või seaduse alusel audiitorühingut esindav vandeaudiitor on või oli kontrollitaval perioodil või vahetult enne seda kliendi juhatuse liige või töötaja või juhatuse liikme või töötaja koostööpartner või tema palgal. Perekondlike suhete puhul peab audiitor lähtuma võrdse kohtlemise printsiibist, et tagada klientide võrdne kohtlemine ja välistada sellega huvide konflikti tekkimist. Selline käsitlus võimaldab tagada audiitori sõltumatust ka avalikkuse ees.

Seoses Enroni kokkuvarisemisega on Soovitustes käsitlemist leidnud peamiselt kaks audiitori sõltumatusega seotud võtmeküsimust. Esiteks, audiitori poolt muude s.o. mitte-auditi teenuste osutamine ja teiseks, audiitori tööalane seotus auditi kliendiga. Enroni puhul oli peamiseks probleemiks see, et audiitorühing, kes kontrollis Enroni finantsaruandeid, sai Enronile osutatud konsultatsiooniteenuste eest märksa suuremat tasu, kui finantsaruannete auditeerimise eest. Samas ei tohiks kõrvale jätta asjaolu, et Enron oli ka Arthur Anderseni nimelise audiitorühingu üks suurimaid ning pikaajalisemaid kliente. Sellest lähtuvalt oli audiitorühing muutunud oma kliendiga juba liiga lähedaseks, et jääda oma töös sõltumatuks.<sup>73</sup>

---

<sup>72</sup> Donoway Group. Muutuste tuuled on jõudnud ka audiitoriteni. Kättesaadav internetis: <http://www.donoway.eu/et/blogs/muutuste-tuuled-joudnud-ka-audiitoriteni>

<sup>73</sup> H. Kask (Viide 3), lk. 27.

Siiski ei pruugi seoste olemasolu audiitori sõltumatust alati mõjutada. Nii Rahvusvaheline Audiitorite Föderatsioon (IFAC 2001), Euroopa Komisjoni Soovitused (2002), Austraalia (ICAA, 2002), UK (CAJEC, 1996), SEC (2000) kui ka Ontario (ICAO, 2002) eristavad audiitori sõltumatuse mõiste juures kahte mõtlemisviisi – tegelikku ja näilist sõltumatust. Sõltumatus on eelkõige seotud audiitori käitumise ja avalikkuse ettekujutusega audiitori sõltumatusest. Näiteks võib esineda olukordi, kus sõltumatu audiitor auditeerib ühingut, milles tal on otsene finantshuvi (kasvõi on tegu äriühingu väikeaktsionäriaga). Kuigi sellisel juhul võib audiitor olla tegelikkuses sõltumatu, ei pruugi avalikkusele see nii tunduda. Avalikkuse vastumeelsus uskumaks, et audiitor on sõltumatu, ongi põhjuseks miks audiitorid peavad olema sõltumatud mitte ainult objektiivselt vaid ka subjektiivselt vaadatuna. Selleks, et vältida huvide konflikti sattumist, peaks audiitor iga juhtumi puhul eraldi kontrollima, kas tal on võimalik tööülesannete täitmisel jääda sõltumatuks. Sõltumatus ei ole iseenesest absoluutne standard, mille audiitor peaks saavutama, vaba kõigist majanduslikest, finantsilistest ja muudest suhetest, mis võiksid kaasa tuua subjektiivsuse tööülesannete täitmisel.<sup>74</sup> Ilmselt oleks selle saavutamine ka võimatu, sest audiitor on alati mingil määral kliendist sõltuv.

Siiski on audiitori objektiivsust võimalik hinnata läbi jälgimisprotsessi. See vaatab esmalt asjakohast olukorda, milles audiitor leiab end olevat, ning eriti igat suhet või huvi, mis tal võib ülesandega seoses tekkida. Seejärel uurib, kas sellise huvi või suhte tagajärjel võib mõistlik ja informeeritud kolmas isik pidada audiitorit sõltumatuks. Ühesõnaga, kas audiitor on võimeline avaldama objektiivset ja erapooletut arvamust kõikides auditi teostamisega seotud küsimustes. Selles tähenduses vaadatakse sõltumatust kui aususe ja objektiivsuse volitust, mis on kinnitatud mõistliku ja informeeritud kolmanda isiku poolt.<sup>75</sup>

Mitmed uuringud on näidanud, et äriühingud esitavad üha rohkem audiitoritele erinevaid väljakutseid, ostavad arvamusi, otsivad õigusabi audiitorite vastu ja vahetavad audiitoreid. Järelikult oleks naiivne eeldada, et ka audiitorid pole teadlikud võimalikes „äri“ kaotamise riskidest. Siinkohal tasuks veel lisada, et üha enam on hakatud korraldama ka audiitorite vähempakkumisi, mille peamiseks eesmärgiks on saada audiitori teenuseid võimalikult odavalt.<sup>76</sup> See võib omakorda suurendada survet audiitorile, kes on töö nimel valmis pakkuma erinevaid lisaväärtusi, mis võivad endas sisaldada ka kliendile soodsa tulemuse pakkumist.

---

<sup>74</sup> H. Kask (Viide 3), lk. 27.

<sup>75</sup> Samas, lk. 28.

<sup>76</sup> Samas, lk. 29.



Peamiseks põhjuseks, miks viimastel aastakümnetel on audiitori sõltumatuse küsimus palju peavalu tekitanud, on ilmselt asjaolu, et auditeerimine on tänu paljudele uutele ja keerulistele finantseerimismeetoditele muutunud tunduvalt kompleksemaks kui varem. Sellest lähtuvalt on suurenenud ka auditite koostamiseks kuluv aeg, mis on omakorda tekitanud situatsiooni, kus paljud audiitorid on töö mahukusest lähtuvalt kohustatud kulutama suure protsendi oma ajast auditi teenuste osutamisele ühele kindlale kliendile.

Tugev seotus ühe kliendiga on viinud olukorrani, kus audiitor on oma sõltuvusest tulenevalt nõ. vangistatud. Ka Enroni juhtumi puhul tasuks esile tõsta asjaolu, et äriühingu auditimeeskonna juht kulutas 100 % oma ajast Enronile.<sup>77</sup> Enroni kokkuvarisemist võib pidada üheks dramaatiliseks ja turu tähelepanu köitvaks juhtumiks viimase paarikümne aasta jooksul. Eelkõige tõi see selgelt esile puudujäägid nii audiitori sõltumatuse kui ka tasustamise süsteemis.

22. oktoobril 2001 esitati Enroni ja kolme Enroni juhatuse liikme vastu hagi põhjusel, et 17. oktoobril 2001 avaldatud dokumentides selgus, et tänu erinevatele tehingutele tuleb äriühingu netoväärtusest maha arvata ligi 1.2 miljardit USA dollarit. Samal päeval külmutas juhtkond töötajate pensionifondi, et võimaldada vajalike administratiivsete ümberkorralduste läbiviimise. Hetkeks, mil töötajad asusid äriühingu aktsiaid müüma, oli Enron juba kokku varisenud.<sup>78</sup>

22. oktoobril 2001 esitas SEC (*Securities and Exchange Commission*) Enronile nõude tehinguid puudutava informatsiooni üleandmiseks komisjonile. Sama aasta novembris kaasati uurimisse ka Enronile raamatupidamisteenuseid pakkuv äriühing Arthur Andersen. Uurimise tulemusel esitati hagi Arthur Anderseni, Enroni ja selle üheksa juhtivtöötaja vastu. 2002. aasta jaanuaris tunnistas Arthur Andersen, et oli hävitanud tahtlikult Enronis toimuvat tõendavaid dokumente. 15. juunil 2002 tunnistati Arthur Andersen süüdi uurimise takistamises.<sup>79</sup>

Hagiavaldusest selgus, et arvestades Arthur Andersen'i poolt Enron'ile osutatud teenuste mahtu, pidi Arthur Andersen olema teadlik Enron'is toimuvast. Laiaulatuslike teenuste pakkumise tulemusel sai Arthur Andersen perioodil 1997-2001 äärmiselt suuri teenustasusid, mis olid peamiseks sissetulekuallikateks Arthur Andersen'i Houston'i harule. Ainuüksi 2000. aastal maksti neile audititega seotud teenuste eest \$25 miljonit, millele lisaks saadi auditiväliste teenuste eest veel \$27 miljonit. Hagi oli selgelt öeldud, et arvestades neid

---

<sup>77</sup> H. Kask (Viide 3), lk. 29.

<sup>78</sup> M. Bajaj; K. Gunny; A. Sarin (Viide 55), lk. 9.

<sup>79</sup> Samas, lk. 9-10.

tohtuid summasid, mis Arthur Andersen sellel perioodil Enronile esitatud tööde eest sai, oli selge, et Arthur Andersen ei tegutsenud oma tööülesandeid täites erapooletult.<sup>80</sup>

On laialt levinud arvamus, et Arthur Andersen'i sõltumatus oli Enroni puhul kõigutatud. Samuti on väidetud, et Arthur Andersen jättis oma järeldustes mitmed puudujäägid kajastamata. Asjaolu, et Andersen hävitas teadlikult Enron'it puudutavaid dokumente ja lõpus ka selle eest süüdi mõisteti, viitab selgelt, et Arthur Andersen tegevus ei olnud sõltumatu oma tööandjast.

Ohtu saada kliendi poolt vangistatud suurendavad ka audiitorite poolt pakutavad kasumlikud konsultatsiooniteenused. Kuna audiitorühingute poolt pakutavatel konsultatsiooniteenustel on suurem tasuvus kui audititeenustel, on audiitorühingud valmis kasutama audititeenuseid kui kahjumiga müüdavat teenust, et hiljem peale suruda tulutoovamaid konsultatsiooniteenuseid. Sellega nihkub võimu tasakaal audiitorilt auditeeritava ühingu kasuks, võimaldades äriühingul asuda võimupositsioonile. Muutes probleemi veelgi tõsisemaks, antakse läbi konsultatsiooniteenuste äriühingutele võimalus premeerida audiitoreid kliendi soovidele alistumise eest. Nimelt on võimalik selle läbi survestada audiitoreid kasutama ebaharilikke või keerulisi tehingute ning äripraktika raporteerimisel kasutatavaid raamatupidamislikke käsitlusi, mille läbi on teatud juhtudel võimalik manipuleerida avalikkusele kättesaadava informatsiooniga. Seega kui audiitor pakub äriühingule lisaks audiitorteenustele ka konsultatsiooniteenuseid, on kliendil võimalus audiitorit kuulekaks olemise eest premeerida ning vajadusel selle läbi ka karistada.<sup>81</sup>

UK-s läbi viidud uuringu tulemused näitasid, et sõltumatust kõige rohkem mõjutavateks asjaoludeks on: kliendi üldine majanduslik tähtsus ja seisund audiitori suhtes, kus isiklik sissetulek sõltub kliendi kinnihoidmisest; kliendi üldine majanduslik tähtsus ja seisund büroo ja äriühingu jaoks; auditiga mitteseotud teenuste osakaal; äriühingu juhid, kes *de facto* kontrollivad audiitori nimetamist ja tasu määramist.<sup>82</sup> Järelikult tundub ebamõistlik audiitori sidumine põhiaktsionäri, kes on potentsiaalne audiitori pikaajaline klient. Olgugi, et *squeeze-out* olukorras omab põhiaktsionär enamust äriühingu aktsiakapitalist, tuleks seadusega siiski vähendada võimalikke ebaselgusi ja vasturääkivusi, mis võivad tekkida audiitori määramisega põhiaktsionäri poolt. Käesoleval juhul ei ole välistatud, et põhiaktsionär ei palka just sellist audiitorit, kellega ta on juba varem töösuhetes olnud.

---

<sup>80</sup> M. Bajaj; K. Gunny; A. Sarin (Viide 55), lk. 10.

<sup>81</sup> H. Kask (Viide 3), lk. 30.

<sup>82</sup> Samas, lk. 32.

Tööalane seotus loob aga soodsa pinnase audiitori survestamisele ja sellest lähtuvalt võib kaduda ka audiitori usaldatavus üldsuse silmis, mis võib omakorda tekitada vaidlusi põhiaktsionäri ja väikeaktsionäride vahel.

Isiklikud suhted kliendi juhatuse liikmega võivad samuti õõnestada audiitori sõltumatust. Probleem võib ilmnedasituatsioonides, kus auditit teostav audiitor on varasemalt auditeeritavas äriühingus töötanud. Singapuris läbi viidud uuringus leiti, et endise audiitori varasem ametikoht, tema praegune ametikoht äriühingus ning ajavahe auditeerimise ja ettevõtte töötajaks saamise vahel võivad mõjutada avalikkuse ettekujutust audiitori sõltumatusest. Isiklikud suhted audiitori ja kliendi vahel ei tähenda veel ilmtingimata, et audiitori sõltumatus oleks ohustatud. Audiitorid on siiski suhtelisel tundlikud eetiliste küsimuste osas ning nende isiklikud seisukohad võivad panna neid võitlema juhtkonna võimu vastu.<sup>83</sup>

Võib öelda, et paljuski on auditi näol tegemist ka kauba müümisega – ilma tulutoovate klientideta ei ole audiitoril mõtet tegutseda, olgugi, et ta on sõltumatu ja peaks tagama aruande läbipaistvuse kogu huvitatud isikute ringi ees. Seetõttu on oht, et audiitor on huvitatud oma klientide kõige paremas valguses näitamisest ja võib teatud situatsioonides aruannete kontrollimisel alluda kliendi survele. Kuna audiitor on palgatud kliendi poolt ja tasu maksab audiitorile samuti klient, siis sageli kaaluvad kliendi huvid audiitori sõltumatuse üle. Kui vaadelda audiitori tööd üldiselt, siis näiteks USA-s on täheldatud, et igal aastal leiab aset ligi 800 *opinion shopping*'u juhtumit. Siiski ei ole audiitori sagedane vahetus siinkohal peamine probleem. Pigem on probleemiks audiitori ähvardamine tema väljavahetamisega ja selle läbi audiitori kontrollimine.<sup>84</sup> Selle välistamiseks tuleks siseriiklikult kehtestada karmimad reeglid nii audiitori tasu suuruse, kui ka audiitori valimise osas.

Siinkohal vajaks ilmselt täpsustamist, et audiitori sõltumatust ohustavaks peetakse just olukorda, kus kindlale kliendile osutatakse lisaks auditeerimisteenusele ka muid auditiga mitteseotud teenuseid, mis moodustavad suure osa audiitori tulust. On täheldatud tendentsi, et auditeerimisega mitteseotud teenuste osutamisest tuleneva tulu osakaal on viimastel aastakümnetel oluliselt suurenenud. Seetõttu ei saa täie tõsidusega väita, et audiitorid suudaksid igas olukorras säilitada oma sõltumatust kliendist. Ilmselt ei ole see risk küll suur, kuid selle realiseerumisel võivad tagajärjed (nagu ajalugu näitab) olla tohutud. Ühelt poolt võiks ju keelata auditeeritavale ühingule auditiga mitte seotud teenuste osutamine. Siiski ei

---

<sup>83</sup> H. Kask (Viide 3), lk. 32.

<sup>84</sup> W. F. Ebke (Viide 56), lk. 518-519.

ole kestva äri- ja finantsturu arengu ja kiirete muutuste tõttu infotehnoloogias võimalik koostada ammendavat nimekirja audiitori sõltumatust ohustavatest situatsioonidest, mis võimaldaks selliseid ohte vältida.<sup>85</sup>

Kuigi audiitorfirmad on pidevalt laienenud, on auditi tasud jäänud suhteliselt samaks. Paljudes suurtes audiitorfirmades makstakse töötajatele tulemustasu uute klientide mitte töö kvaliteedi eest. Uuringud on näidanud, et äriühingu kompensatsioonistruktuurid mõjutavad, kuidas audiitorid reageerivad klientide survele. Mida suurem on audiitorfirma sisene surve klientide heaolule, seda suurema tõenäosusega on audiitor mõjutatav.<sup>86</sup> Järelikult on vajalikud ka teatud muudatused ülevõtmisaruande kontrollimiseks määratud audiitori valimisel.

UK-s läbi viidud uuringus leiti, et auditiga mitte seotud teenuste pakkumine kujutab endast ulatuslikku hädaohtu audiitorite sõltumatusele, loetledes sõltumatust potentsiaalselt mõjutavate asjaoludena samad asjaolud, mida nimetab IFAC Elukutseliste Audiitorite Eetikakoodeks. Nimelt selgus, et sõltumatus võib olla ohustatud audiitorühingu soovi tõttu säilitada ligipääs tulusamatele auditiga mitte seotud teenustele ja mure tõttu, et partnerite sissetulek ja ametialase edutamise väljavaated võivad olla seotud auditeeritavale ühingule auditiga mitte seotud teenuste osutamise rohkusest. Uuringu teostajad on seisukohal, et uuring andis kindlad tõendid selle kohta, et auditeerimisega mitte seotud teenuste osutamine õhnestab audiitori näilist sõltumatust ja selle läbi vähendab auditi usaldusväärsust. Siiski ei peeta vajalikuks auditiga mitte seotud teenuste osutamise täielikku keelustamist. Nimelt tuleks iga üksikjuhtumi puhul eraldi analüüsida, kas audiitor on sõltumatu või mitte.<sup>87</sup>

Olgugi, et auditiga mitte seotud teenuste osutamine võib vähendada audiitori sõltumatust, on samas varasemates UK-s läbi viidud uuringutes jõutud järeldusele, et auditiga mitte seotud teenuste osutamise keelamine või teatud aja tagant kohustuslikus korras audiitorühingu vahetamise nõudmine suurendaks klientide kulusid, vähendaks auditi kvaliteeti ja piiraks klientide vabadust ise teenuseid valida.<sup>88</sup>

---

<sup>85</sup> H. Kask (Viide 3), lk. 34.

<sup>86</sup> W. F. Ebke (Viide 56), lk. 519-520.

<sup>87</sup> S. Fearnley, F. Beattie. The reform of the UK's auditor independence framework after the Enron collapse: an example of evidence-based policy making. *International Journal of Auditing*, juuli 2004, Vol. 8, No. 2, lk. 123.

<sup>88</sup> R. Hussey, G. Lan. An Examination of Auditor Independence Issues from the Perspective of the U.K. Finance Directors. *Journal of Business Ethics*, Kluwer Academic Publishers, July 2001, Vol. 32, No. 2.

Lähtudes Eesti seadusloomest ei ole audiitori survestamine ka meil välistatud. Nimelt lepitakse auditi tasu osas kokku tavaliselt enne auditi koostamist ning see põhineb üldjuhul eeldusel, et audiitor ei leia aruannetest tõendeid kuritarvituste kohta. Samas kui töö käigus tekib audiitoril kahtlus, et on toime pandud petturlik tegu, mis vajaks edasist uurimist, tuleb tal kliendiga kokku leppida tasu lisatöö eest.<sup>89</sup>

Audiitori sõltumatuse tagamiseks on oluline ka asjaolu, et auditeerimise eest makstav tasu ei sõltuks töö lõpptulemusest (Audiitortegevuse seadus § 58 lg 1). Sellest lähtuvalt on keelatud auditilepinguid sõlmida tulemustasu tingimusega. Soovituse kohaselt ei või igasuguste teenuste osutamine audiitori poolt ühele auditi kliendile või tema tütarettevõtetele tekitada audiitorile selle kliendi suhtes finantsalast mõtteviisi või näilist sõltuvust. Võib eeldada, et audiitorit saab pidada ühest auditi kliendist rahaliselt sõltuvaks, kui kogu summa, mille ta ühelt kliendilt auditi või mitte-auditi tasuna saab, ületab kriitilise protsendi tema kogu sissetulekust. Avalik ettekujutus kriitilisest punktist, millal ühelt kliendilt saadava kogu tasu protsent hakkab ohustama audiitori sõltumatust, tuleneb auditikeskkonna erinevatest asjaoludest. Näiteks võib see sõltuda ühingu suurusest, sellest kas äriühing on juba kaua tegutsenud või alles loodud või kas äriühing tegutseb kohalikul, riiklikul või rahvusvahelisel tasandil.<sup>90</sup>

Selleks, et vältida hüvitise suurusega manipuleerimist, on vajalik tagada efektiivsete kontrollimehhanismide olemasolu. Lähtuvalt ÄS-i sätetest on esmapilgul vähemusaktsionäridele ka see võimalus tagatud. Nimelt ÄS § 363<sup>8</sup> lg 3 järgi saab väikeaktsionäride nõudel kohus hüvitise suurust kontrollida. Kahjuks ei ole äriseadustikus sätestatu siinkohal piisav, et välistada täielikult hüvitise suurusega manipuleerimist, sest olgugi, et põhiaktsionär on ÄS § 363<sup>4</sup> järgi kohustatud aruandes selgitama ja põhjendama hüvitise määramise tingimusi ja aluseid, ei ole põhiaktsionäril kohustust põhjendada hüvitise suuruse õigluslikku aspekti. Sellest lähtuvalt võib öelda, et on teatud vastuolu ÄS § 363<sup>4</sup> ja ÄS § 363<sup>1</sup> lg 1 vahel, sest esimene näeb ette õiglase hüvitise, kuid ülevõtmisaruandes ei tule seda täiel määral põhjendada. Nagu ka ülevõtmisaruande puhul, ei ole ka audiitoril kohustust ÄS § 363<sup>4</sup> lg-s 2<sup>1</sup> järgi hüvitise õiglust kontrollida. Seetõttu on audiitori roll ülevõtmisaruande kontrollimisel ka teatud mõttes kitsendatud ja kokkuvõttes muudab see kogu hüvitise määramise suhteliselt segaseks ja läbipaistmatuks.<sup>91</sup>

---

<sup>89</sup> H. Kask (Viide 3), lk. 24.

<sup>90</sup> Samas, lk. 38.

<sup>91</sup> T. Bartels (Viide 57), lk. 90.

## 2.2 Audiitori sõltumatust suurendavad lahendused

### 2.2.1 Auditikomitee

Lähtuvalt ÄS § 363<sup>4</sup> lg-st 3 määrab ülevõtmisaruanne kontrolliva audiitori põhiaktsionär. See võib viia aga audiitori survekamiseni põhiaktsionäri poolt. Võimalik seotus põhiaktsionäri ja audiitori vahel on ohuks ülevõtmisaruanne usaldusväärsusele ja vajaks sellest lähtuvalt ülevaatamist ja teatud muudatusi. Üheks võimalikuks audiitori sõltumatust suurendavaks abinõuks oleks siinkohal ülevõtmisaruanne kontrolliva audiitori valimise õiguse jätmine äriühingu auditikomitee pädevusse.

„Auditikomitee“ mõiste ei ole Eesti majandusmaastikul uus. Juba 90-ndatel aastatel olid vaatamata ühtse reeglistiku ning nõuete puudumisele mitmed börsiettevõtted ja krediitiasutused loonud sellise kontrollstruktuuri osa, mille ülesandeks oli nõukogu nõustamine järelevalve teostamisega seotud küsimustes, sealhulgas raamatupidamise korraldamise, välisauditi teostamise, sisekontrollisüsteemi toimimise, finantsriskide juhtimise ja tegevuse seaduslikkuse monitooringu osas, samuti eelarve koostamise ja majandusaasta aruande kinnitamise osas. Üldjuhul andis tol ajal komitee oma tegevusest aru nõukogule ehk omanike esindajatele.<sup>92</sup>

Alates rahandusministri määruse<sup>93</sup> jõustumisest 12. septembril 2004 kuni 2009. aasta lõpuni kehtisid riigi äriühingutele ja äriühingutele, kus riigil oli vähemalt otsustusõigus ning riigi asutatud sihtasutustele auditikomitee moodustamise ja töökorra põhimõtted<sup>94</sup>. Auditikomitee peamiseks rolliks oli olla usaldusväärne nõuandja küsimustes, mis puudutasid aruandlust, riskide juhtimist, siseauditi ja sisekontrolli toimumise tõhusust ning välisaudiitori poolt tõstatatud kitsaskohtadele tähelepanu pööramine. 8. märtsil 2010 jõustunud audiitortevõtmise seadusega reguleeriti auditikomitee moodustamise kohustus lõpuks ka seaduse tasandil, mille järgi tuli auditikomitee moodustada ka äriühingutes, mille väärtpaberitega on lubatud kaubelda reguleeritud väärtpaberiturul väärtpaberituru seaduse tähenduses.<sup>95</sup> Vastav käsitlus

---

<sup>92</sup> V. Hintsov, A. Mobel. Auditikomitee - millal luua ja milleks seda vaja on? arvutivõrgus kättesaadav: [http://www.deloitte.com/view/et\\_EE/ee/teenused/audiitorteenused/025f54b08700e210VgnVCM3000001c56f00aRCRD.htm](http://www.deloitte.com/view/et_EE/ee/teenused/audiitorteenused/025f54b08700e210VgnVCM3000001c56f00aRCRD.htm)

<sup>93</sup> Riigi eraõiguslikes juriidilistes isikutes osalemise seadus. RT I 2004, 24, 166.

<sup>94</sup> Auditi komitee moodustamise ja töökorra põhimõtted. RTL 2004, 118, 1842.

<sup>95</sup> V. Hintsov, A. Mobel (Viide 92).

jõudis Eesti õigusesse läbi direktiivi 2006/43/EC<sup>96</sup> jõustumise, mille järgi peab auditikomitee olema kõigis avalikku huvi kandvates äriühingutes.<sup>97</sup>

Lähtuvalt kehtiva audiitortegevuse seaduse<sup>98</sup> § 97 lg-st 3 on auditikomitees vähemalt kaks liiget, kellest vähemalt kaks peavad olema arvestuse, rahanduse või õiguse asjatundjad. Auditikomitee liikmed valib ja kutsub tagasi nõukogu või selle puudumisel ettevõtte kõrgeim juhtorgan. Kuna nõukogu või ettevõtte kõrgeima juhtorgani liikmed on valitud äriühingu üldkoosoleku poolt, siis peaks sellega olema tagatud ka suurem usaldusväärsus kõigi aktsionäride silmis. Sellest lähtuvalt on autori arvates seadusandja valinud ÄS § 363<sup>4</sup> lg 3 sätestamisel vale lähenemise. Kui pidada silmas väärtpaberiturul registreeritud äriühinguid, siis kõigis neis on olemas auditikomitee, kelle ülesandeks on jälgida ja analüüsida ka audiitorettevõtja ja seaduse alusel audiitorühingut esindava vandeaudiitori sõltumatust ja tegevuse vastavust teistele seaduse nõuetele.

Milleks aga teha siinkohal erand ülevõtmisaruande kontrollimiseks määratud audiitori valimiseks? Pole kahtlust, et põhiaktsionäri poolt valitud audiitor võib suure tõenäolisusega olla suuremal määral põhiaktsionäri poolt mõjutatav kui auditikomitee poolt määratud audiitor. Nimelt võiks ülevõtmisaruande kontrollimiseks määratud auditikomitee valida ka sobiva audiitori ülevõtmisaruande kontrollimiseks. Kuna äriühingu nõukogu liikmed on valitud üldkoosoleku poolt ja auditikomitee juba ise peab oma koosseisus sisaldama kahte arvestuse, rahanduse või õiguse asjatundjat, siis oleks ülevõtmisaruande kontrollimiseks vajaliku audiitori valimine auditikomitee poolt tunduvalt läbipaistvam ja usaldusväärsem ka vähemusaktsionäridele. *Squeeze-out* situatsioonis on ka Eestis leidnud aset mitmeid vaidlusi ülevõtmisaruande õigsuse üle (nt. Liviko, Norma, Eesti Telekom). Auditikomitee poolt valitud audiitor annaks väikeaktsionäridele ilmselt suurema kindlustunde, mis puudutab hüvitise suuruse määramist. Nimelt võib audiitori põhiaktsionäri poolt valimine juba vaimsel tasandil olla väikeaktsionäridele vastumeelne, sest põhimõtteliselt asuvad väikeaktsionärid ja põhiaktsionär vaidluse korral erinevatel pooltel. Kindlasti aitaks audiitori valimise

---

<sup>96</sup> Directive 2006/43/EC of the European Parliament and of the Council of 17 May 2006 on statutory audits of annual accounts and consolidated accounts, amending Council Directives 78/660/EEC and 83/349/EEC and repealing Council Directive 84/253/EEC. Kättesaadav internetis: [http://www.esma.europa.eu/system/files/dir\\_2006\\_43\\_EN.pdf](http://www.esma.europa.eu/system/files/dir_2006_43_EN.pdf)

<sup>97</sup> J. E. Antunes, T. Baums, B. J. Clarke, P. H. Conac, L. Enriques, A. I. Hanak, J. L. Hansen, H. J. De Kluiver, V. Knapp, N. Lenoir, L. Linnainmaa, S. Soltysinski, E. O. Wymeersch. Report of the Reflection Group on the Future of EU Company Law (April 5, 2011), lk. 39. Kättesaadav internetis: <http://ssrn.com/abstract=1851654> või <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1851654>

<sup>98</sup> Audiitortegevuse seadus. RT I 2010, 9, 41 ja RT I, 22.09.2011, 6

sõltumatumaks muutmine selles situatsioonis pingeid vähendada. Kontrolli läbipaistvamaks ja sõltumatumaks muutmine vähendaks kindlasti ka vaidluste teket ja muudaks äriühingu ülevõtmise selles faasis tunduvalt lihtsamaks. Järelikult oleks mõistlik jätta audiitori valimine ja tasustamine ka ülevõtmisaruande kontrollimisel auditikomitee ülesandeks.

Siiski ei pruugi eelnev lahendus üksi olla kõige parem ja kindlam variant audiitori sõltumatuse tagamiseks. Nimelt üldjuhul vahetab ülevõtja valitseva mõju saavutamisel välja ka juhtkonnaliikmed, kes ülevõtmist ei toeta. Järelikult omades kontrolli üldkoosoleku otsuste üle saab põhiaktsionär välja vahetada ka nõukoguliikmed, kes saavad auditikomitees muudatusi teha. Sellest lähtuvalt ei pruugi kokkuvõttes auditikomitee poolt valitav audiitor olla vähem mõjutatav kui põhiaktsionäri poolt otse valitav audiitor.

Samas on autor arvamusel, et auditikomitee poolt audiitori valimine oleks ikkagi läbipaistvam ja selgem, kui audiitori valimine otse põhiaktsionäri poolt. Nimelt näeb seadus auditikomitee liikmetele ette teatud kõrgendatud nõudmised, mis tagavad nende sõltumatuse juhtkonnast ja aktsionäridest. Samuti peaks põhiaktsionär endale sobiva audiitori valimiseks suutma kontrollida nii nõukogu liikmeid, kui ka auditikomitee liikmeid, mis vähendab tunduvalt põhiaktsionärist sõltuva audiitori valimise tõenäosust. Järelikult oleks igal juhul kindlam lasta ülevõtmisaruannet kontrollida auditikomitee poolt valitud audiitoril kui põhiaktsionäri poolt otse valitud audiitoril.

### **2.2.2 Audiitorteenuse tasu piirmäärade kehtestamine**

Auditikomitee poolt audiitori valimine oleks üheks võimaluseks audiitori sõltumatuse suurendamiseks väikeaktsionäride silmis. Siiski leidub veel teisigi sõltumatust tagavaid lahendusi, mis oma sisult ja läbipaistvusest tagaks audiitori suurema sõltumatuse oma kliendist. Üheks võimaluseks oleks nimelt audiitorteenuste tasude piirmäärade kehtestamine.

Ülesanne iseenesest ei ole lihtne, sest audititasu arvestatakse tavaliselt kliendile teenust osutavate spetsialistide tunni- või päevatasude alusel. Audititasu sõltub üldjuhul nii tööga kaasneva vastutuse suurusest, tööle kuluvast ajast (arvestada tuleb nii kliendi tegevuse keerukuse kui personali kompetentsusega) kui ka tööd läbiviivate spetsialistide oskustest ja teadmistest.<sup>99</sup> Järelikult on suhteliselt raske konkreetselt paika panna auditi eest makstavat tasu suurust. Siiski võimaldaks selline lähenemine parandada audiitori sõltumatust. Nimelt kui

---

<sup>99</sup> Audiitorteenuse OÜ. Kes on audiitor? Kättesaadav internetis: <http://www.auditorteenused.ee/kes-on-audiitor/>



kõikide audiitorite tasumäärad oleks samad, väheneks rahaline seotus audiitori ja kliendi vahel. Praegune olukord aga vähendab audiitori töö kvaliteeti ja sõltumatust, sest liiga suure tasu puhul võib audiitoril tekkida soov „kliendile meeldida“ ja liiga väikese tasu korral võib tekkida kiusatus osa vajalikku tööd tegemata jätta.

Samas on selge, et täielikult tasumäärade kinnitamine oleks vabaturu keskkonnas ebaõiglane. Tasu audiitori töö eest peaks siiski olema õiglane. Sellest lähtuvalt võiks alternatiivina kehtestada auditi miinimum ja maksimum tasumäärad. Siiski ei ole tulemuse saavutamine selle läbi alati tagatud, sest säilib võimalus manipuleerida töötundide arvuga ja sellest lähtuvalt ei paku miinimum ja maksimum tunnitase kindlaksmääramine kuigi tugevat kindlustunnet.

### **2.2.3 Kohustuslik audiitori rotatsioon**

Selleks, et vältida familiaarsete suhete tekkimist kliendi ja tema juhtkonnaga, on ühe lahendusena välja pakutud audiitorite rotatsiooni, mille kohaselt on teatud aastate järel ühingul kohustus audiitor välja vahetada. See võimaldaks vähendada sõltuvussuhte tekkimise tõenäosust audiitori ja auditeeritava äriühingu vahel. Seega peetakse rotatsiooni audiitori sõltumatuse säilimise seisukohalt vajalikuks.<sup>100</sup> Muudatuste vajalikkust tõendab kasvõi asjaolu, et WorldCom'i, Tyco, Quest'i, Enron'i ja Computer Associates'i kokkuvarisemise tagajärjel kaotasid turuosalised üle 460 miljardi USA dollari.<sup>101</sup>

Audiitori rotatsiooni kontseptsioon ei ole iseenesest midagi uut. See kujutab endast äriühingute kohustust perioodiliselt audiitorit vahetada. Ka Eestis on teatud äriühingutes audiitori rotatsioon kohustuslik. Lähtuvalt audiitorite eetikakoodeksist<sup>102</sup> ei tohi avaliku huvi majandusüksuse auditi puhul isik olla võtmetähtsusega auditipartner rohkem kui seitse aastat. Sellele järgneva kahe aasta jooksul ei tohi isik osaleda majandusüksuse auditis, osutada töövõtu kvaliteedikontrolli, konsulteerida töövõtumeeskonna või kliendiga tehniliste või tööstusharuspetsiifiliste küsimuste, tehingute või sündmuste üle või muul viisil mõjutada töövõtu lõpptulemust. Siiski võidakse võtmetähtsusega auditipartneritel, kelle jätkamine on

---

<sup>100</sup> H. Kask (Viide 3), lk. 32.

<sup>101</sup> A. B. Jackson, M. Moldrich, P. Roebuck. Mandatory Audit Firm Rotation and Audit Quality (July 12, 2007), Managerial Auditing Journal, Vol. 23, No. 5, 2008, lk. 4.

<sup>102</sup> Audiitorite eetikakoodeks. Kättesaadav internetis:

<https://www.auditortegevus.ee/lr1/web/guest/eetikakoodeks>

auditi kvaliteedi seisukohast erilise tähtsusega, harvadel juhtudel ettenägematute tingimuste tõttu, mis ei ole ettevõtte kontrolli all, lubada olla täiendav aasta auditimeeskonnas niikaua kui ohtu sõltumatusele saab kaitsemehhanismide rakendamise abil kõrvaldada või vähendada vastuvõetava tasemeni. Näiteks võib võtmetähtsusega auditipartner jääda auditimeeskonda kuni üheks täiendavaks aastaks tingimustes, kus ettenägematute sündmuste tõttu ei olnud nõutav rotatsioon võimalik. Näiteks võiks see kõne alla tulla ettenähtud töövõtupartneri raske haigestumise korral.

Siiski ei ole meil rotatsioon kohustuslik kõigis neis ühingutes, mis ei ole avaliku huvi majandusüksused. Ühesõnaga ei pruugi nendes äriühingutes olla välistatud see, et audiitor tegutseb oma kliendist sõltuvalt, mille tagajärjel võivad äriühingu finantsaruanded avalikkuse silmis oma usaldusväärsuse kaotada. Eestis ei ole vastaval teemal väga avalikult küll sõna võetud, kuid ka Eestis väärtpaberi turul noteeritud äriühingutes võib leida vägagi pikaajalisi suhteid börsifirmade ja neid auditeerivate ettevõtete vahel. Kõige pikem koostöösuhe ühe ja sama audiitoriga on olnud Harju Elektril, kes lähtuvalt äriregistrist ja börsi andmebaasidest on raamatupidamis- ja audiitorteenuseid tellinud KPMG-lt alates 1996. aastast. Äriregistri andmeil on näiteks ka Baltika oma audiitorpartneri PricewaterhouseCoopersiga olnud seotud juba ligi 15 aastat. Pikemaajalised suhted ühe ja sama audiitorteenuse pakkujaga on veel Nordeconil ja Merkol, kes kasutavad vastavalt KPMG ja PricewaterhouseCoopersi teenuseid.

Pikaajaline seotus ühe audiitorpartneriga ei tähenda muidugi ilmtingimata, et audiitor ei tegutseks nendel juhtudel sõltumatult. Pigem tuleks silmas pidada, et arvestades Tallinna börsi suhteliselt lühikest ajalugu, on veel vara teha konkreetseid järeldusi, kuid soodumused on meil siiski olemas. Nimelt ei ole enamustel äriühingutel kohustust audiitoreid teatud kindla perioodi järel vahetada ja sellest lähtuvalt audiitorfirmade konkurentsi kasvades võib tekkida vajadus klientidele rohkem vastu tulla. Kuna Eesti ärimaastikul on finantsnäitajatega „mängimine“ ikkagi suhteliselt haruldane nähtus, ei pruugi avalikkus ja investorid olla suuremateks auditite läbikukkumisteks valmis. Järelikult tasuks juba varakult muuta audiitorite rotatsioon kohustuslikuks kõigis äriühingutes. Vastasel juhul võime me ühel hetkel seista vastamisi oma sisult Enroni sarnaste juhtumitega.

Nüüdseks on paljudes riikides vastav käsitus juba rakendamist leidnud. Näiteks on Saksamaal suuremate audiitorteenuste pakkujate seas tegu tavalise praktikaga. Juba enne Sarbanes-Oxley akti vastuvõtmist oli audiitorite rotatsioon USA-s kohustuslik äriühingutes, mis pakkusid audiitorteenuseid SEC-i ettekirjutuste alusel registreerimisele kuuluvates äriühingutes. Nimelt peab USA-s audiitori vahetus sellisel juhul toimuma iga 7 aasta tagant ja

sama audiitor ei tohi järgneva kahe aasta jooksul enam samale äriühingule teenuseid pakkuda. Samuti ei tohi Sarbanes-Oxley akti alusel auditit teostav ja auditit kontrolliv partner olla samad üle 5 järjestikuse aasta. Peamiseks eesmärgiks on võimalike koostööde välistamine audiitorteenuseid pakkuvate äriühingute vahel.<sup>103</sup>

Selleks, et tagada võimalikult selge ja läbipaistev kontrollimehhanism, on USA-s äriühingutes kohustuslikud auditikomiteed, mille peamisteks ülesanneteks on audiitorpartnerite valimine, tasu kokkulepete sõlmimine ja nende töö kontrollimine.<sup>104</sup> Audiitor on kohustatud auditit koostades järgima GAAS-is (*Generally Accepted Auditing Standards*) sätestatud üldisi auditeerimise standardeid. Selle järgi on töös vajalik kinni pidada GAAS-is ettenähtud põhimõtetest, mille kohaselt peavad iga 5 aasta tagant vahetuma kõik äriühingu sisesed auditipartnerid, välja arvatud tehniliste tugiteenuste pakkujad. Pärast rotatsiooni toimumist on puudutatud isikud kohustatud hoiduma samas äriühingus audiitorteenuse pakkumisest järgneva 5 aasta jooksul.<sup>105</sup> Peamiseks põhjuseks GAAS-i järgi peaks sellega olema tagatud suurem läbipaistvus, mis võimaldaks tõsta auditite usaldusväärsust investorite ja kogu avalikkuse silmis.<sup>106</sup>

Audiitorite pidev vahetumine tagab perioodilise „värske pilguheidu“ raamatupidamisele ja pakub suuremat kindlust raamatupidamise õigsuse osas. Sarnaselt USA-s sätestatud reeglitele on ka Saksamaal kohustuslik äriühingu sisese audiitorpartneri vahetus, kui sama audiitor on viimase 10 aasta jooksul allkirjastanud audiitori arvamuse enam kui 6 aastal.<sup>107</sup> Samas on nii USA-s kui ka Saksamaal kohustuslik ainult äriühingu sisene audiitorpartneri rotatsioon, kuid välisele rotatsioonile erilisi piiranguid ei ole seatud. Paljud on arvamusel, et „värske pilguheide“ põhimõtte omab tähendust ainult juhul, kui rotatsioon on kohustuslik nii äriühingu siseselt kui ka väliselt ehk et ei piisa ainult audiitori vahetamisest vaid vajalik on ka audiitorfirmade rotatsiooni kohustuslikuks muutmise.<sup>108</sup>

---

<sup>103</sup> W. F. Ebke (Viide 56), lk. 532, 533.

<sup>104</sup> Samas, lk. 533.

<sup>105</sup> SEC Proposed Rule, Strengthening the Commission's Requirements Regarding Auditor Independence, SEC Release 33-8154, 2 December, 2002, II.C.

<sup>106</sup> W. F. Ebke (Viide 56), lk. 533.

<sup>107</sup> Samas, lk. 533.

<sup>108</sup> Samas, lk. 533, 534.

Sarnaselt eelnevatele näidetele on audiitori rotatsioon kohustuslik ka Itaalias ja Brasiilias vastavalt iga 9 ja 5 aasta järel.<sup>109</sup> Austraalias on rotatsioon kohustuslik iga 5 aasta tagant, millele järgneb kaheaastane paus.<sup>110</sup>

Samas kaasnevad kiirema rotatsiooniga ka teatud riskid, mis muudavad rotatsiooni tulemuslikkuse küsitavaks. Nimelt võivad selle läbi suureneda auditiga seotud kulud, samuti võib väheneda töö kvaliteet ja audit võib kokkuvõttes ebaõnnestuda. Eelkõige on auditi ebaõnnestumine seotud väitega, et uuel audiitoril puuduvad teadmised sellele ühingule omastest riskidest.<sup>111</sup>

Kindlasti aitaks audiitorite kiirem rotatsioon paremini kaitsta audiitorite sõltumatust, kuid arvestades võimalikke negatiivseid külgi, oleks ennatlik loota, et üldpilt sellest paraneks. Samas võimaldaks see kaudselt suurendada audiitorite sõltumatust ülevõtmisaruande kontrollimisel, sest audiitori ja äriühingu (või *squeeze-out* olukorras audiitori ja põhiaktsionäri) vaheline sõltuvussuhe oleks sellisel juhul nõrgem. Kuna tegu on siiski väga kaudse lahendusega, ei tundu rotatsiooni intensiivistamine ülevõtmisaruande kontrollimise läbipaistvuse parandamisele kiiret lahendust pakkuvat.

Ilmselt tuleks audiitori sõltumatuse suurendamiseks ülevõtmisaruande kontrollimisel lisaks audiitori rotatsiooni intensiivistamisele ja selle üldiselt kohustuslikuks muutmisele, anda ülevõtmisaruannet kontrolliva audiitori valimine auditikomitee pädevusse. Nende kahe lahenduse rakendamise koostoimel oleks võimalik tagada audiitori usaldusväärsus ka vähemusaktsionäride silmis ja selle läbi oleks tagatud ausam ja läbipaistvam ülevõtmisaruanne.

---

<sup>109</sup> A. B. Jackson, M. Moldrich, P. Roebuck (Viide 101), lk. 3.

<sup>110</sup> Institute of Chartered Accountants Australia. Kättesaadav internetis: <http://www.charteredaccountants.com.au/Industry-Topics/Audit-and-assurance/External-Auditors/Auditor-Rotation.aspx>

<sup>111</sup> H. Kask (Viide 3), lk. 32.

## Kokkuvõte

Euroopa Komisjoni peamiseks eesmärgiks ülevõtmisdirektiivi väljapakkumisel 1989. aastal oli kohustusliku juhtkonna neutraalsuse põhimõtte rakendamine kõikides liikmesriikides. Arvestades, et lõpptulemusena jõustati direktiiv ilma seda põhimõtet kohustuslikuks muutmata, võib kokkuvõttes vastuvõetud direktiivi pidada suhteliselt suureks tagasilöögiks ühtse ülevõtmisturu loomiseks. Praeguseks juba mitmeid aastaid kehtinud direktiiv jättis siinkohal otsustusõiguse liikmesriikidele. Sellest lähtuvalt ei toonud ülevõtmispakkumiste kontekstis regulatsioon endaga kaasa peaaegu mingeid muutusi turul, vaid pigem peegeldas juba turul toimuvat. Olgugi, et direktiivi vastuvõtmise tulemusel pidid liikmesriigid oma seadusandluse üle vaatama, säilitas enamus neist varem kehtinud regulatsioonid ilma erilisi muudatusi tegemata.

Eesti puhul on tegemist suhteliselt väikese turuga, mis muudab meid võrreldes teiste suuremate kapitaliturgudega haavatavamaks. Enamikes Eestis väärtpaberiturul registreeritud äriühingutes puudub kontrollpakki omav ainuaktsionär ja üldjuhul on aktsiakapital jaotunud paljude väikeaktsionäride vahel, kes on sageli altimad ülevõtmispakkumisi vastu võtma. Ühelt poolt on kindlasti hea, et Eesti äriühingute aktsiakapital on likviidne, kuid teiselt poolt muudab see neid ka teistega võrreldes haavatavamaks. Olukorras, kus tegu on sõbraliku ülevõtmispakkumisega ilmselt probleeme ei teki, kuid probleemseks võivad osutuda olukorrad, kus ülevõtmispakkumine on vaenulik. Nimelt välistab juhtkonna neutraalsuse põhimõtte juhtorganite võimalikud tegutsemisviisid ülevõtmispakkumise nurjamisel. Kaitsemeetmete kasutamine on lubatud, kui juhtkond saab selleks eelneva nõusoleku aktsionäride üldkoosolekult. Juhul, kui tegu on vaenuliku ülevõtmisega, ei pruugi juhtkonnale jääda piisavalt aega aktsionäridele soovitude jagamiseks ja sellest lähtuvalt võidakse kaitsemeetmete rakendamisega hiljaks jääda. Selle tulemusel võib kontroll äriühingus minna ülevõtja kätte juba enne juhtkonna seisukoha ära kuulamist, mille tagajärjel võib võõrandamine toimuda alla aktsia tegelikku väärtust.

Eestis kehtiva seadusandluse järgi on ülevõtjal võimalik ülevõtmispakkumise tähtajaks määrata 28-42 päeva, mis sageli jätab kaitsemeetmete rakendamiseks liiga lühikese perioodi. Juba ainuüksi üldkoosolekust peab juhtkond ette teatama vähemalt 7 päeva ja piisavate häälte puudumisel saaks uue üldkoosoleku kokku kutsuda alles 7-21 päeva pärast. Kuna paljudes Eesti väärtpaberiturul noteeritud äriühingutes puudub kontrolli omav aktsionär, võib aktsionäride vaheline suhtlus võtta tunduvalt rohkem aega kui seda on 28 päeva. Samuti

tuleks arvestada, et ülevõtmisprospekti avalikustamisel peaks juhtkonnale jääma ka piisavalt aeg pakkumise hindamiseks ja aktsionäride teavitamiseks. Järelikult on selge, et 28 päeva ülevõtmispakkumise vastuvõtmise miinimummäärana ei ole kõige parem lahendus Eesti äriühingutele ja vajaks seadusandja poolt üle vaatamist.

Lähtuvalt ülevõtmisdirektiivi artiklist 7 punktist 1 on liikmesriikidele jäetud võimalus ülevõtmispakkumise vastuvõtmise tähtjaks määrata 2 kuni 10 nädalat. Käesoleval juhul on autor arvamisel, et seda võimalust tasuks kasutada ja seadusandja peaks tõstma vähemalt ülevõtmispakkumise tähtja alammäära. Sellega võimaldataks aktsionäridel kaitsemeetmeid paremini ette valmistada ja neid ka vajadusel rakendada.

Teiseks oluliseks juhtkonna neutraalsuse põhimõtte negatiivseks mõjuks Eesti äriühingutele tuleks pidada haavatavust teiste liikmesriikide äriühingute ees. Nimelt omavad juhtkonna neutraalsuse põhimõtte kohustuslikuks mitte muutnud riikide äriühingud teatud eeliseid juhtkonna neutraalsuse põhimõtte kohustuslikuks muutnud riikide äriühingute ees.

Hetkel on Eestis olukord, kus äriühingute kaitsevõimalused on riiklikult paika pandud. Meil on kehtestatud kohustuslik juhtkonna neutraalsuse põhimõte, mis välistab sihtemitendil ülevõtmispakkumise avaldamise korral ennast kaitsta. Ülevõtmise eesmärgiks peaks eelduslikult olema turu elavdamine ja juhtkonna parema tööväime tagamine, kuid arvestades Eesti turu väiksust ja ühingute suurust, siis võib paljudel juhtudel ülevõtja eesmärgiks osutuda hoopis konkurendi turult kõrvaldamine. Täielik neutralisatsioon võib sihtemitendi, olenemata juhtkonna püüetest, jätta avatuks ka väärtust vähendavatele ülevõtmistele. Siinkohal võimaldakski vastastikkuse põhimõtte leevendada tekkida võivaid pingeid, pakkudes äriühingutele võimaluse välistada juhtkonna neutraalsuse põhimõtte olukordades, kus ülevõtja ei lähtu ülevõtmispakkumise käigus samadest reeglitest mis sihtemitent. Vastastikkuse põhimõtte vabatahtlikuks muutmine jäta juhtkonnale võimaluse otsustada, kas rakendada kaitsemeetmeid olukorras, kus ülevõtja ei järgi samu reegleid, mis sihtemitent.

Juhul, kui liikmesriik on muutnud juhtkonna neutraalsuse põhimõtte kohustuslikuks ja äriühingutel puudub võimalus vastastikkuse põhimõtet rakendada, ei ole ühingute juhtkondadel enam midagi otsustada ja nad peavad vaikimisi hoiduma ülevõtmispakkumise nurjamisest. Järelikult aitaks vastastikkuse põhimõtte rakendamine Eesti äriühingutel tõrjuda võimalikke väärtust vähendavaid ülevõtmisi ja võimaldaks samal ajal luua võrdsemad tingimused äriühingutega, mille kodukoha riigis juhtkonna neutraalsuse põhimõtte kohustuslik ei ole.

Parimaks näiteks vastastikkuse põhimõtte rakendamisest ja millest võiks lähtuda ka Eesti, saaks tuua Prantsusmaa, kus ligi viiendik CAC 40 äriühingutest on otsustanud seda põhimõtet kohaldada. Nimelt on Prantsusmaal vastastikkuse põhimõtte rakendamiseks tagatud ka vastav mehhanism, mille läbi on võimalik odava hinnaga välja anda uusi aktsiaid. Selline lähenemine sarnaneb USA „*poison bill*“-le ja võimaldab edukalt nurjata teise äriühingu ülevõtmispakkumine. Kaitseaktsiate väljaandmiseks on siiski vajalik üldkoosoleku nõusolek, kuid vajaduse tekkides kiirendab see kindlasti kaitsemeetmete kasutuselevõttu. Selline mehhanism võimaldab tugeva kaitsemeetme rakendamise ka juhul, kui aktsionär ei oma *de jure* kontrolli äriühingu üle.

Olulist rolli ülevõtmispakkumiste kontekstis mängib ka „kooskõlastatult tegutsevate isikute“ mõiste defineerimine, millest oleneb nii kohustusliku ülevõtmispakkumise tegemise kohustuse, kui ka juhtkonna neutraalsuse põhimõtte kohaldamise algus. Käesoleva mõiste tõlgendamine on vajalik, et pakkuda rahvusvahelistele investoritele suuremat õiguskindlust seoses sellega, mil määral võivad nad üksteisega koostööd teha, ilma et nende tegevust käsitletaks kooskõlas tegutsemisena ja ilma et valitseks oht, et nad peaksid tegema kohustusliku ülevõtmispakkumise.

Hetkel on tulenevalt VPTS § 168 lg-st 1 ebaselge, millistel juhtudel võivad aktsionärid kokkuleppeid sõlmida. Definitsiooni puudujäägid võivad siinkohal viia õigusliku ebakindluseni, mille tulemusi on raske ette arvata. Kooskõlastatult tegutsevate isikute määramise probleem on oluline eelkõige piiriüleste ülevõtmispakkumiste korral, sest riiklikud kohtud võivad kooskõlastatult tegutsevate isikute mõistet erinevates riikides tõlgendada erinevalt. Isegi, kui kohus tuvastab poolte vahel kooskõlastatud tegevuse, ei pruugi kohtuotsuse tegemise hetkeks sellel enam mingit olulist väärtust olla. Ilmselt on tagantjärei raske juba äriühingus toimunud muudatusi olematuks teha ja sellest lähtuvalt ei pruugi hagi oma tegelikku eesmärki kanda. Teine võimalus oleks kooskõlastatult tegutsenud isikute sanktsioneerimine, kuid siinkohal tekitab küsitavusi, kellele ja kui suures ulatuses tuleks see hüvitis maksta. Järelikult ei peitu lahendus siinkohal mitte suuremas järelvalves ja sanktsioonides vaid mõiste definitsioonis.

Eeskuju võiks võtta Itaalialt, kus ülevõtmiste määruse artiklis 109 on välja toodud rida näiteid, millistel juhtudel eeldatakse poolte koostööd. Näiteks äriühing koos aktsionäridega ja tema tütarettevõtte, äriühing ja tema juhtkond, aktsionäride kokkuleppe pooled, kui kokkulepe puudutab aktsiatehinguid või hääleõigust. Ka Eesti seadusandja võiks Itaalia eeskujul koostada nimekirja olukordadest, kus poolte koostööd eeldatakse.

Lisaks konkreetse nimekirja koostamisele tasuks käesoleva mõiste tõlgendamisel pidada silmas ka UK eeskujut. UK ekspertide kogu (*UK Takeover Panel*) on asunud seisukohale, et ainult aktsionäride poolt esindajate määramisest ja hääletamiskokkulepete sõlmimisest lähtuvalt ei saa neid automaatselt kooskõlastatult tegutsevateks isikuteks lugeda. Samuti ei saa igas olukorras sellisteks isikuteks pidada ka aktsionäre, kes on kas ülevõtja või sihtemitendiga sõlminud tagasivõtmataid hääletuskokkuleppeid. Siiski tuleks lisada, et tagasivõtmata kokkulepete korral saab pooli lugeda kooskõlastatult tegutsevateks juhul, kui sellega on ülevõtjale või sihtemitendile antud võimalus kasutada aktsiatest tulenevat hääleõigust või täielik kontroll aktsiatega seotud õiguste üle.

UK ekspertide kogu on leidnud, et kooskõlastatult tegutsevateks isikuteks tuleks lugeda isikuid, kes on hääletamiskokkuleppe sõlminud pikemaks ajaks kui seda on ülevõtmispakkumise periood või tegutsetakse ühiselt ka pärast kokkuleppe kehtivuse lõppemist. Siiski tasuks ära märkida, et isegi juhul, kui kokkuleppe pooled tegutsevad kooskõlastatult, ei ole neil keelatud ülevõtmispakkumist nurjata. Ainsaks ülevõtmispakkumisest tulenevaks tagajärjeks on kohustusliku ülevõtmispakkumise tegemise kohustus.

Juhtkonna neutraalsuse põhimõte ei ole ainsaks probleeme tekitavaks kohaks Eesti õiguses. Viimasel paaril aastakümnel on palju tegeletud audiitori sõltumatuse küsimusega nii siseriiklikul kui ka rahvusvahelisel tasandil. Võib öelda, et audiitori töö on väga vastutusrikas ning majandusvaldkonnas väga olulise tähtsusega, sest audit tagab auditeeritud andmete usaldusväärsuse.

Audiitor omab olulist rolli ka aktsiate ülevõtmise situatsioonis. Nimelt ÄS § 363<sup>4</sup> lg 1 järgi peab põhiaktsionär üldkoosolekule esitama kirjaliku aruande (ülevõtmisaruanne), kus selgitatakse ja põhjendatakse vähemusaktsionäridele kuuluvate aktsiate ülevõtmise tingimusi ning aktsiate eest makstava hüvitise suuruse määramise aluseid. Sama paragrahvi lg 2 järgi peab ülevõtmisaruanne kontrollima audiitor, kes koostab kontrolli kohta kirjaliku aruande, milles tuleb eelkõige näidata, kas põhiaktsionäri poolt määratud hüvitise suurus vastab ÄS §-is 363<sup>2</sup> sätestatule. Otseselt eelnevad sätted probleeme ei tekita, kuid probleem võib tekkida lg 3 kohaldamisel, mille järgi määrab kontrolli teostava audiitori põhiaktsionär. Nimelt võib põhiaktsionäri poolt kontrolli teostava audiitori määramine vähendada audiitori sõltumatust avalikkuse silmis ja selle läbi võib suurenda võimalike vaidluste arv väikeaktsionäride ja põhiaktsionäri vahel.



Käesoleva töö autor on seisukohal, et vastavat regulatsiooni tuleks muuta ja selle läbi anda ülevõtmisaruande kontrolli teostava audiitori valimine äriühingu auditikomitee pädevusse. Kuna äriühingu nõukogu liikmed on valitud üldkoosoleku poolt ja auditikomitee juba ise peab oma koosseisus sisaldama kahte arvestuse, rahanduse või õiguse asjatundjat, siis oleks ülevõtmisaruande kontrollimiseks vajaliku audiitori valimine auditikomitee poolt tunduvalt läbipaistvam ja usaldusväärsem ka vähemusaksionäridele.

Siiski ei pruugi eelnev lahendus üksi olla kõige parem ja kindlam variant audiitori sõltumatuse tagamiseks. Nimelt üldjuhul vahetab ülevõtja valitseva mõju saavutamisel välja ka juhtkonnaliikmed, kes ülevõtmist ei toeta. Järelikult omades kontrolli üldkoosoleku otsuste üle saab põhiaktsionär välja vahetada ka nõukoguliikmed, kes saavad auditikomitees muudatusi teha. Sellest lähtuvalt ei pruugi kokkuvõttes auditikomitee poolt valitav audiitor olla vähem mõjutatav kui põhiaktsionäri poolt otse valitav audiitor.

Samas on autor arvamusel, et auditikomitee poolt audiitori valimine oleks ikkagi läbipaistvam ja selgem, kui audiitori valimine otse põhiaktsionäri poolt. Nimelt näeb seadus auditikomitee liikmetele ette teatud kõrgendatud nõudmised, mis tagavad nende sõltumatuse juhtkonnast ja aktsionäridest. Samuti peaks põhiaktsionär endale sobiva audiitori valimiseks suutma kontrollida nii nõukogu liikmeid, kui ka auditikomitee liikmeid, mis vähendab tunduvalt põhiaktsionärist sõltuva audiitori valimise tõenäosust. Järelikult oleks igal juhul kindlam lasta ülevõtmisaruannet kontrollida auditikomitee poolt valitud audiitoril kui põhiaktsionäri poolt otse valitud audiitoril.

Auditikomitee poolt audiitori valimine oleks üheks võimaluseks audiitori sõltumatuse suurendamiseks väikeaktsionäride silmis. Siiski leidub veel teisigi sõltumatust tagavaid lahendusi, mis oma sisult ja läbipaistvusest tagaks audiitori suurema sõltumatuse oma kliendist. Üheks võimaluseks oleks nimelt audiitorteenuste tasude piirmäärade kehtestamine.

Audititasu sõltub üldjuhul nii tööga kaasneva vastutuse suuruselt, tööle kuluvast ajast (arvestada tuleb nii kliendi tegevuse keerukuse kui personali kompetentsusega) kui ka tööd läbiviivate spetsialistide oskustest ja teadmistest. Järelikult on suhteliselt raske konkreetselt paika panna auditi eest makstavat tasu suurust. Siiski võimaldaks selline lähenemine parandada audiitori sõltumatust. Nimelt kui kõikide audiitorite tasumäärad oleksid samad, väheneks rahaline seotus audiitori ja kliendi vahel. Praegune olukord aga vähendab audiitori töö kvaliteeti ja sõltumatust, sest liiga suure tasu puhul võib audiitoril tekkida soov „kliendile meeldida“ ja liiga väikese tasu korral võib tekkida kiusatus osa vajalikku tööd tegemata jätta.

Samas on selge, et täielikult tasumäärade kinnitamine oleks vabaturu keskkonnas ebaõiglane. Tasu audiitori töö eest peaks siiski sõltuma audiitori oskustest. Sellest lähtuvalt on raske näha tasu piirmäärade kehtestamises kindlat lahendust probleemile. Isegi juhul kui tunnitasu piirmäärad oleks seaduse tasandil kindlaks määratud, säiliks audiitoril ja kliendil võimalus manipuleerida töötundide arvuga ja kokkuvõttes ei muutuks selliste reeglite sätestamise tulemusel ilmselt kuigi palju.

Ühe lahendusena näeb töö autor veel audiitorite rotatsiooni, mille kohaselt on teatud aastate järel ühingul kohustus audiitorit vahetada. See võimaldaks vähendada sõltuvussuhte tekkimise tõenäosust audiitori ja auditeeritava äriühingu vahel. Nimelt kohustades kõikidel ühingutel oma audiitoreid teatud perioodi tagant vahetada, väheneks audiitori ja tema kliendi vaheline seotus.

Audiitori rotatsiooni kontseptsioon ei ole iseenesest midagi uut. See kujutab endast äriühingute kohustust perioodiliselt audiitorit vahetada. Ka Eestis on teatud äriühingutes audiitori rotatsioon kohustuslik. Lähtuvalt audiitorite eetikakoodeksist ei tohi avaliku huvi majandusüksuse auditi puhul isik olla võtmetähtsusega auditipartner rohkem kui seitse aastat. Sellele järgneva kahe aasta jooksul ei tohi isik osaleda majandusüksuse auditis, osutada töövõtu kvaliteedikontrolli, konsulteerida töövõtumeeskonna või kliendiga tehniliste või tööstusharuspetsiifiliste küsimuste, tehingute või sündmuste üle või muul viisil mõjutada töövõtu lõpptulemust. Kahjuks ei ole meil rotatsioon kohustuslik kõigis ülejäänutes ühingutes. Selle tulemusel võib audiitori sõltuvus kliendist oluliselt suurened, mille tagajärjel kaotavad äriühingu finantsaruanded avalikkuse silmis oma usaldusväärsuse. Selle vältimiseks tuleks siseriiklikult kehtestada üldine audiitorite rotatsioon.

Kindlasti aitaks audiitorite rotatsioon paremini kaitsta audiitorite sõltumatust, kuid arvestades võimalikke negatiivseid külgi, oleks ennatlik loota, et üldpilt sellest paraneks. Üldise audiitorite rotatsiooni kehtestamise läbi võimaldataks kaudselt suurendada audiitorite sõltumatust ülevõtmisaruande kontrollimisel, sest audiitori ja äriühingu (või *squeeze-out* olukorras audiitori ja põhiaktsionäri) vaheline sõltuvussuhe oleks sellisel juhul nõrgem. Kuna tegu on siiski väga kaudse lahendusega, ei tundu rotatsiooni intensiivistamine ülevõtmisaruande kontrollimise läbipaistvuse parandamisele kiiret lahendust pakkuvat.

Ilmselt tuleks audiitori sõltumatuse suurendamiseks ülevõtmisaruande kontrollimisel lisaks audiitori rotatsiooni intensiivistamisele ja selle üldiselt kohustuslikuks muutmisele anda ülevõtmisaruannet kontrolliva audiitori valimine auditikomitee pädevusse. Nende kahe lahenduse rakendamise koostoimel oleks võimalik tagada audiitori usaldusväärsus ka

vähemusaktsionäride silmis ja selle läbi oleks tagatud ausam ja läbipaistvam ülevõtmisaruanne.

## **Problems connected with the takeovers - Board neutrality rule and auditor's independence**

### **Summary**

The main objective of the European Commission in the proposal of the Takeover Directive in 1989 was the implementation of the mandatory board neutrality rule in all the Member States. Given that the final result of the Directive was enacted without making this rule mandatory, it can be said that ultimately adopted Directive was fairly big setback for the creation of the single takeover market. The adopted Directive left the discretion in this point to the Member States. Consequently in the context of the takeovers, the regulation did not bring any changes on the market, but rather reflected the situation already happening. Although in the result of the adoption of the Directive the Member States had to review their legislations, the majority of them retained the pre-existing regulations without any specific changes.

Estonia is a relatively small market, which makes us compared to the other major capital markets more vulnerable. Most of the companies registered in our securities market has no sole controlling shareholder, and generally the share capital is divided among many small shareholders, who are often more willing to accept the offers from the offeror. On the one hand, it is certainly good that the companies' share capital is liquid, but on the other hand, it makes them more vulnerable. In the case of a friendly takeover offer there is assumably no problems, but the problems may rather come forth in the hostile takeover situation. Namely the board neutrality rule excludes the management's possible courses of action in the context of frustrating the bid. Safeguards are allowed if the management obtains the prior approval of the shareholders in general meeting. The main problem here is that if it is a hostile takeover, the management may not have enough time to give necessary advice to the shareholders, and the implementation of the defensive measures could be late. As a result, the control of the company may go to the offeror before the shareholders could receive any prior information from the board. This may result in the lower stock price and could harm the company as a whole.

According to the Estonian legislation, the period for accepting the bid could be set from 28 to 42 days, which often leaves too little time for preparation of the defensive measures. Mere for the general meeting, the board must give the shareholders at least 7 days notice, and in the absence of sufficient votes the new meeting could be held only after 7-21 days after the first meeting. Since many of the Estonian listed companies has no sole controlling shareholder,

communication with the shareholders may take considerably more time than 28 days. It should also be taken into account that from the moment of disclosing of the takeover prospect there should be a sufficient time for the board to assess the offer and inform the shareholders. So it is clear, that the period of 28 days for accepting the offer is not the best solution for Estonian companies, and would require the legislature to revise the regulation.

According to Article 7, paragraph 1 of the Takeover Directive, the Member States can set the acceptance period from 2 to 10 weeks. In this case, the author is of the opinion that we should use this opportunity set by the Directive and the legislature should raise at least the minimum days of the acceptance period. This would give the shareholders more time to prepare and implement the defensive measures in the case of the unwanted takeovers.

Another important negative impact for Estonian companies from the board neutrality rule is the vulnerability faced by companies of the other Member States. In particular, the companies of the states which have not made the board neutrality rule mandatory have certain advantages before the companies of the states where board neutrality rule has been made mandatory.

At the moment, Estonia is at the point where companies' defensive measures, in the face of the takeover, are set by the legislator. We have adopted the mandatory board neutrality rule, which prevents the target company from defending itself in the case of an offer. The aim of the takeover should presumably be a market recovery and improving of the company's management, but given the small size of the Estonian market and the companies, in many cases, the aim could also be a removal of the competitor. Complete neutralization of the target's defensive mechanism, could regardless of the efforts made by shareholders, leave it open to the value-reducing acquisitions. This is where the reciprocity rule would help to alleviate the tensions that may arise, offering companies the possibility to exclude board neutrality rule in situations where the offeror is not acting under the same rules as the offeree. Making the reciprocity rule voluntary would leave the board the opportunity to decide whether to implement defensive measures in a situation where the offeror does not follow the same rules as the target.

In cases where a Member State has made the board neutrality rule mandatory and the companies are not able to apply the reciprocity rule, the companies' boards are more or less cut out, and they have to hope that the shareholders make the right decision by voting for the defensive measures (in case of the value-decreasing takeovers). So it could be said, that the reciprocity rule would help to avert the potential value reducing acquisitions and at same time

would allow creating a level playing field with companies in whose home state the board neutrality rule is not mandatory.

The best example of the application of the reciprocity rule, and which could also serve as an example for Estonia, would be France, where nearly one-fifth of CAC 40 companies have decided to apply this rule. Indeed, France has secured the implementation of the reciprocity rule, by giving the companies a mechanism through which it is possible to issue new shares at low prices. This approach is similar to the U.S. "poison pill" which gives the target company an opportunity to frustrate the bid. Of course, like in all the cases, the shareholders consent is required, but if necessary, it certainly speeds up the deployment of defensive measures. This mechanism provides a strong defence against an unwanted takeover, even if the shareholder does not have *de jure* control.

An important role in the context of the takeover bids, also plays the definition of the term "persons acting in concert", on which depends both the mandatory bid obligation, as well as the start of the implementation of the board neutrality rule. This definition is necessary in order to provide greater certainty to the international investors, as to which extent they can cooperate with each other without having to be treated as acting in concert, and without the danger of having to make a mandatory bid to the other shareholders.

At the moment, the definition is unclear in which cases the shareholders may enter into the agreements and when they may not. Deficiencies in the interpretation of this term could lead to the legal uncertainty, results of which are difficult to predict. The term „persons acting in concert“ is particularly important in the case of the cross-border takeovers, because it may be interpreted differently in the Member States. Even if the court identifies the connection between the parties, at the moment of the verdict it may already be too late for it to make any difference. Probably it is difficult for a company to undo the changes already made, so consequently, the claim would not bear its real purpose. The second option would be sanctioning of the persons who acted in concert, but here raises a question as to whom and to what extent the compensation should be paid. To sum up it can be said, that the solution does not lie in wider monitoring and sanctioning but rather in the definition of the term.

An example could be taken from Italy where Italian Takeover Statute article 109 sets up a list of examples, in which cases the parties could be expected to be acting in concert. For example, the company with the shareholders and its subcompanies, the company and its management, parties of shareholder agreement, if the agreement is related to the transactions

of the shares or their voting rights. Estonian legislator could also compile a list of situations in which case the parties would be expected acting in concert.

In addition, an example could also be taken from the UK. The UK Takeover Panel has taken the view that the parties cannot be automatically considered acting in concert only on the basis of the fact that the shareholders have appointed a representative or have entered into the shareholders agreement. Nor the person be normally treated as acting in concert with a bidder or target by reason only of giving an irrevocable commitment. However, it should be added that a different approach may be taken if the terms of the irrevocable commitment gives the bidder or target either the right to exercise or direct the exercise of the voting rights attaching to the shares or the general control of them.

The UK Takeover Panel has found that persons should be considered as acting in concert when the voting agreement has been set for longer than the acceptance period of the takeover bid or the parties are still acting collectively after the termination of the agreement. However, it should be noted that even if the parties are acting in concert, they are not restricted from frustrating the bid. The only consequence in that case would be the obligation to make a mandatory bid to the other shareholders.

The board neutrality rule is not the only chink in the armour of Estonian legislation. In the last few decades there has been many questions risen concerning the auditor's independence, on both the national and international level. It can be said that the auditors bear a great responsibility and their work is crucial in the field of economics, because it ensures the integrity of the financial data.

The auditor also plays an important role in takeover situations. According to Estonian Commercial Code in case of a squeeze-out, the majority shareholder must submit a written report to the general meeting which explains and justifies the conditions of taking over shares belonging to minority shareholders and the bases for determining the amount of compensation payable for the shares. The takeover report shall be audited by an auditor. The auditor shall prepare a written report of the audit, stating in particular whether the amount of compensation determined by the majority shareholder meets the provisions of § 363<sup>2</sup> of Commercial Code. Directly preceding provisions would not cause problems, but the problem may lie in the application of section 3 of § 363<sup>2</sup> of Commercial Code, according to which the majority shareholder has the right to appoint the auditor. More precisely, appointment of the auditor by the majority shareholder could reduce the auditor's independence in the eyes of the public,

and that could increase the numbers of disputes between the minority shareholders and the majority shareholder.

The author of this thesis is on the position that this regulation should be amended and recommends that in the case of the squeeze-out, the auditor should be appointed by the company's audit committee. Since the company's supervisory board members are elected by the general meeting and the audit committee already has its own composition of two accounting, finance or law professionals, the appointment of the auditor by the audit committee would provide more transparent and trustworthy takeover report.

However, it could be argued that in this case the appointment of the auditor by the audit committee alone would not be the best choice in the aim of increasing the independence of the auditor. Mostly, because at the point of the squeeze-out, the majority shareholder has the power to withdraw the uncooperative members of the supervisory board and through that he can also control the appointment of the members of the audit committee. So ultimately there could be no difference either the auditor is appointed by the majority shareholder or by the audit committee.

Nevertheless, the author is of the opinion that the appointment of the auditor by the audit committee would still be more transparent and trustworthy than by the majority shareholder. That because, the law stipulates a certain heightened requirements for the members of the audit committee that ensure their independence from the board and shareholders. Also, in order for the majority shareholder to appoint an influenced auditor, he needs to control both, the supervisory board and the audit committee. So, in the end, it would still be safer to leave the appointment of the auditor into the competence of the audit committee.



## Kasutatud allikad

### Kasutatud kirjandus

1. Antunes, José Engrácia; Baums, Theodor; Clarke, Blanaid J.; Conac, Pierre-Henri; Enriques, Luca; Hanak, Andras I.; Hansen, Jesper Lau; De Kluiver, H. J.; Knapp, Vanessa; Lenoir, Noëlle; Linnainmaa, Leena; Soltysinski, Stanislaw; Wymeersch, Eddy O.; Report of the Reflection Group on the Future of EU Company Law (April 5, 2011). Kättesaadav internetis: <http://ssrn.com/abstract=1851654>
2. Bajaj, Mukesh; Gunny, Katherine; Sarin, Atulya. Auditor Compensation and Audit Failure: An Empirical Analysis (February 27, 2003). EFA 2003 Annual Conference Paper No. 681. Kättesaadav internetis: <http://ssrn.com/abstract=387902>
3. Bartels, Triin. Tühjakspigistamise seadustamisest Eesti äriõiguses: äriseadustiku §-d 363<sup>1</sup>–363<sup>10</sup>. Juridica 2004, nr. 2.
4. Clarke, Blanaid J. Directors' Duties During an Offer Period – Lessons from the Cadbury PLC Takeover (February, 11 2011). UCD Working Papers in Law, Criminology & Socio-Legal Studies Research Paper No. 44/2011. Kättesaadav internetis: <http://ssrn.com/abstract=1759953>
5. Clarke, Blanaid J. Takeover Regulation: Through the Regulatory Looking Glass (July 24, 2007). CLPE Research Paper No. 18/2007. Kättesaadav internetis: <http://ssrn.com/abstract=1002675>
6. Clarke, Blanaid J. Reinforcing the Market for Corporate Control (August 19, 2010). UCD Working Papers in Law, Criminology & Socio-Legal Studies Research Paper No. 39/2010. Kättesaadav internetis: <http://ssrn.com/abstract=1661620>
7. Davies, Paul L.; Schuster, Edmund-Philipp; Van de Walle de Ghelcke, Emilie. The takeover Directive as Protectionist Tool? ECGI - Law Working Paper No. 141/2010. Kättesaadav internetis: <http://ssrn.com/abstract=1554616>
8. Dijk, van M. The Influence of Publication of Financial Statements, Risk of Takeover and Financial Position of the Auditee on Public Auditor's Unethical Behaviour - Journal of Business Ethics, vol. 28, Issue 4, 297-305 pp.
9. Ebke, Werner F. Corporate Governance and Auditor Independence: Battle of the Private Versus the Public Interest – Reforming Company and Takeover Law in Europe. Oxford University Press, 2004.

10. Fearnley, Stella; Beattie, Vivien; The reform of the UK's auditor independence framework after the Enron collapse: an example of evidence-based policy making - International Journal of Auditing, July 2004, Vol. 8, Is. 2.
11. Ferrarini, Guido; Hopt, Klaus J.; Winter, Jaap; Wymeersch, Eddy. Reforming Company and Takeover Law in Europe. Oxford University Press, 2004.
12. Gerner-Beuerie, Carsten; Kershaw, David; Solinas, Matteo Alfredo. Is the Board Neutrality Rule Trivial? Amnesia About Corporate Law in European Takeover Regulation. LSE Legal Studies Working Paper No. 3/2011. Kättesaadav internetis: <http://ssrn.com/abstract=1799291>
13. Hintsov, Veiko; Mobel, Anne. Auditikomitee - millal luua ja milleks seda vaja on? Kättesaadav internetis: [http://www.deloitte.com/view/et\\_EE/ee/teenused/audiitorteenused/025f54b08700e210VgnVCM3000001c56f00aRCRD.htm](http://www.deloitte.com/view/et_EE/ee/teenused/audiitorteenused/025f54b08700e210VgnVCM3000001c56f00aRCRD.htm)
14. Hopt, Klaus J. Modern Company and Capital Market Problems: Improving European Corporate Governance after Enron. After Enron, Improving Corporate Law and Mornising Securities Regulation in Europe and U.S., J. Armour, J. A. McCahery, eds., Oxford (Hart), 2006, pp. 445-496.
15. Jackson, Andrew B; Moldrich, Michael; Roebuck, Peter. Mandatory Audit Firm Rotation and Audit Quality (July 12, 2007) - Managerial Auditing Journal, Vol. 23, No. 5, 2008.
16. Jesse, Piret. Ülevõtmispakkumiste direktiiv: kas töövõit või tööõnnetus? Juridica 2010, nr. 3, lk. 169-204.
17. Kask, Helena. Audiitori üldised kohustused ja vastutus. Juhendaja P. Varul, magistritöö, Tartu Ülikool, 2006.
18. McCahery, Joseph A.; Renneboog, Luc. The Economics of the Proposed European Takeover Directive. Centre for European Policy Studies (2003) - CEPS Reports in Finance and Banking No. 32, 1 April 2003. Kättesaadav internetis: <http://aei.pitt.edu/9562/>
19. McCahery, Joseph A.; Vermeulen, Erik P. M. Does the Takeover Bids Directive Need Revision? TILEC Discussion Paper No. 2010-006, Tilburg Law School Research Paper No. 005/2010. Kättesaadav internetis: <http://ssrn.com/abstract=1547861>
20. Papadopoulos, Thomas. The Mandatory Provisions of the EU Takeover Bid Directive and Their Deficiencies. Law and Financial Markets Review-LFMR, Vol. 1, No. 6, pp. 525-533, November 2007. Kättesaadav internetis: <http://ssrn.com/abstract=1088894>

21. Roger, Hussey; George, Lan; An Examination of Auditor Independence Issues from the Perspective of the U.K. Finance Directors - Journal of Business Ethics, Kluwer Academic Publishers, July 2001, Vol. 32, Is. 2.
22. Ventoruzzo, Marco. The Thirteenth Directive and the Contrasts Between European and U.S. Takeover Regulation: Different (Regulatory) Means, Not so Different (Political and Economic) Ends? Bocconi Legal Studies Research Paper No. 06-07. Kättesaadav internetis: <http://ssrn.com/abstract=826804>
23. Wymeersch, Eddy. The Takeover Bid Directive, Light and Darkness. Financial Law Institute Working Paper No. 2008-01. Kättesaadav internetis: <http://ssrn.com/abstract=1086987>
24. Zhang, Yan; Zhou, Jian; Zhou, Nan. Audit Committee Quality, Auditor Independence, and Internal Control Weaknesses (2006). Kättesaadav internetis: <http://ssrn.com/abstract=925732>

### **Kasutatud normatiivaktid**

1. Audiitortegevuse seadus. RT I 2010, 9, 41 ja RT I, 22.09.2011, 6
2. Auditeerimiseeskiri. RT I 2010, 10, 21 ja RT I, 29.12.2010, 129
3. Auditi komitee moodustamise ja töökorra põhimõtted. RTL 2004, 118, 1842.
4. Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 april 2004 on takeover bids. Kättesaadav internetis: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:32004L0025:EN:NOT>
5. Directive 2006/43/EC of the European Parliament and of the Council of 17 May 2006 on statutory audits of annual accounts and consolidated accounts, amending Council Directives 78/660/EEC and 83/349/EEC and repealing Council Directive 84/253/EEC. Kättesaadav internetis: [http://www.esma.europa.eu/system/files/dir\\_2006\\_43\\_EN.pdf](http://www.esma.europa.eu/system/files/dir_2006_43_EN.pdf)
6. Public Law 107-204 - July 30, 2002. An Act to protect investors by improving the accuracy and reliability of corporate disclosures made pursuant to the securities laws, and for other purposes. Kättesaadav internetis: <http://www.sec.gov/about/laws/soa2002.pdf>
7. Riigi eraõiguslikes juriidilistes isikutes osalemise seadus. RT I 2004, 24, 166.
8. Väärtpaberituru seadus. RT I 2001, 89, 532 ja RT I, 28.06.2012, 18
9. Äriseadustik. RT I 1995, 26, 355 ja RT I, 25.05.2012, 14
10. Ülevõtmispakkumisreeglid. RTL 2002, 65, 990

## Muud allikad

1. Audiitorite eetikakoodeks. Kättesaadav internetis: <https://www.auditortegevus.ee/lr1/web/guest/eetikakoodeks>
2. Audiitorteenuse OÜ, „Kes on audiitor?“, Kättesaadav internetis: <http://www.auditorteenused.ee/kes-on-audiitor/>
3. Commission Recommendation of 16 May 2002 Statutory Auditors' Independence in the EU: A Set of Fundamental Principles (notified under document number C(2002) 1873) (2002/590/EC). Kättesaadav internetis: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:32002H0590:EN:NOT>
4. Communication from the Commission. Statutory Audit in the European Union: the way forward. 7. May 1998. Kättesaadav internetis: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:31998Y0508%2801%29:EN:NOT>
5. Donoway Group. Muutuste tuuled on jõudnud ka audiitoriteni. Kättesaadav internetis: <http://www.donoway.eu/et/blogs/muutuste-tuuled-joudnud-ka-audiitoriteni>
6. Green Paper. The role, the position and the liability of the statutory auditor within the European Union. 24. July 1996. The European Commission. Kättesaadav internetis: [http://europa.eu/documents/comm/green\\_papers/pdf/com96\\_338\\_en.pdf](http://europa.eu/documents/comm/green_papers/pdf/com96_338_en.pdf)
7. IFAC Rahvusvahelised Auditeerimisstandardid. Väljaandja Eesti Audiitorkogu 2003.
8. Institute of Chartered Accountants Australia. Kättesaadav internetis: <http://www.charteredaccountants.com.au/Industry-Topics/Audit-and-assurance/External-Auditors/Auditor-Rotation.aspx>
9. ISA (EE) 200 (International Standards of Accountants). Kättesaadav internetis:
10. SEC Proposed Rule, Strengthening the Commission's Requirements Regarding Auditor Independence, SEC Release 33-8154, 2 December, 2002.
11. Väärtpaberituruseaduse seletuskiri. 1.november 2007.

## **Kasutatud lühendid**

VPTS	-	väärtpaberituru seadus
ÄS	-	äriseadustik
CAC 40	-	Cotation Assistée en Continu
IFAC	-	International Federation of Accountants
SEC	-	Securities and Exchange Commission
ICAA	-	Institute of Chartered Accountants in Australia
CAJEC	-	Chartered Accountants Joint Ethics Committee
ICAO	-	Institute of Chartered Accountants Ontario
GAAS	-	Generally Accepted Auditing Standards
ISA	-	International Standards of Accountants

## **Lihtlitsents lõputöö reprodutseerimiseks ja lõputöö üldsusele kättesaadavaks tegemiseks**

Mina, Kaupo Kask (sünnikuupäev: 07.10.1988) annan Tartu Ülikoolile tasuta loa (lihtlitsentsi) enda loodud teose “Ülevõtmispakkumisega seotud probleeme – juhtkonna neutraalsuse põhimõte ja audiitori sõltumatus“, mille juhendaja on Dr. Iur. Andres Vutt

- 1.1.reprodutseerimiseks säilitamise ja üldsusele kättesaadavaks tegemise eesmärgil, sealhulgas digitaalarhiivi DSpace-is lisamise eesmärgil kuni autoriõiguse kehtivuse tähtaja lõppemiseni;
- 1.2.üldsusele kättesaadavaks tegemiseks Tartu Ülikooli veebikeskkonna kaudu, sealhulgas digitaalarhiivi DSpace'i kaudu kuni autoriõiguse kehtivuse tähtaja lõppemiseni.
2. olen teadlik, et punktis 1 nimetatud õigused jäävad alles ka autorile.
3. kinnitan, et lihtlitsentsi andmisega ei rikuta teiste isikute intellektuaalomandi ega isikuandmete kaitse seadusest tulenevaid õigusi.

Tartus, 06.05.2013 (*kuupäev*)